

Kasper Holst (FT)

Fra: Charlotte S. Brøndsted (FT)
Sendt: 6. september 2004 15:41
Til: Astrid Greve (FT); Kasper Holst (FT)
Cc: Julie Galbo (FT)
Emne: VS: Høring om lov værdipapirhandel mv.

Med venlig hilsen
Charlotte Brøndsted
finansinspektør/Financial Inspector
Finanstilsynet/Danish Financial Supervisory Authority
+ 45 33 55 82 21
mailto:csb@ftnet.dk

-----Oprindelig meddelelse-----
Fra: Lisbeth Baastrup/FTF [mailto:lisbeth.baastrup@ftf.dk]
Sendt: 6. september 2004 15:34
Til: csb@ftnet.dk
Emne: Høring om lov værdipapirhandel mv.

Til Finanstilsynet
FTF har modtaget udkast til forslag til ændring af lov om værdipapirhandel mv. til høring. FTF har ikke umiddelbart nogen kommentarer.

Med venlig hilsen
Bente Sorgenfrey
formand

FTF - Funktionærernes og Tjenestemændenes Fællesråd
Postboks 1169 · Niels Hemmingsens Gade 12 · DK-1010 København K. Tlf. +45 33 36 88 00 · Fax +45 33 36 88 80 ·
www.ftf.dk Nyheder, Journalistik, Perspektiv - læs FTF's netmagasin resonans.ftf.dk

Kasper Holst (FT)

Fra: Charlotte S. Brøndsted (FT)
Sendt: 6. september 2004 15:40
Til: Astrid Greve (FT); Kasper Holst (FT)
Cc: Julie Galbo (FT)
Emne: VS: Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet

t.v.f.

Med venlig hilsen
Charlotte Brøndsted
finansinspektør/Financial Inspector
Finanstilsynet/Danish Financial Supervisory Authority
+ 45 33 55 82 21
<mailto:csb@ftnet.dk>

-----Oprindelig meddelelse-----

Fra: RECP (FT) **På vegne af FINTIL (FT)**
Sendt: 6. september 2004 15:07
Til: Jette Christensen (FT); Lisa Holm-Petersen (FT); Charlotte S. Brøndsted (FT)
Cc: Lene Fischer (FT)
Emne: VS: Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet

-----Oprindelig meddelelse-----

Fra: Jesper Bo Nielsen [<mailto:jn@finansforbundet.dk>]
Sendt: 6. september 2004 14:42
Til: finanstilsynet@ftnet.dk
Emne: Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet

Finanstilsynet
Att: Charlotte S. Brøndsted
og Julie Galbo

Høring vedr. udkast til lovforslag - gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet

Finanstilsynet har sendt ovennævnte med anmodning om bemærkninger. Det er det overordnede indtryk, at lovudkastet på rimelig afbalanceret vis implementerer de pågældende direktiver. Materialet giver kun anledning til et par bemærkninger.

Vedrørende § 37, stk. 6 går vi ud fra, at Finanstilsynets undersøgelse og konstatering af eventuelt strafbart forhold bliver det substantielle og dokumenterede i relation til en videre efterforskning og retslige skridt. Det er i således vigtigt at undgå, at der kan opstå risiko for repressalier mod den, der har underrettet Finanstilsynet iht. bestemmelsen.

Det må samtidig understreges, at der altid vil være tale om et skøn, om hvorvidt der foreligger "rimelig begrundet mistanke". Vi går ud fra, at der indrømmes en bred skønsmargen ikke blot, når skønnet fører til, at der foretages en underretning, men også i tilfælde, hvor det skønnes, at der ikke er basis for en underretning.

Venlig hilsen

Jesper Bo Nielsen
stedfortrædende udviklingschef
international koordinator

06-09-2004

Finansforbundet
Langebrogade 5, 1411 København K.
Tlf: 32661474, <mailto:jn@finansforbundet.dk>

Kasper Holst (FT)

Fra: Charlotte S. Brøndsted (FT)
Sendt: 2. september 2004 11:34
Til: Kasper Holst (FT); Astrid Greve (FT)
Cc: Julie Galbo (FT)
Emne: VS: Høring om ændring af lov om værdipapirhandel

t.v.f.

Med venlig hilsen
Charlotte Brøndsted
finansinspektør/Financial Inspector
Finanstilsynet/Danish Financial Supervisory Authority
+ 45 33 55 82 21
<mailto:csb@ftnet.dk>

-----Oprindelig meddelelse-----

Fra: Anne Cathrine Tjellesen [<mailto:ACT@bm.dk>]
Sendt: 2. september 2004 10:42
Til: csb@ftnet.dk
Cc: Else-Marie Henriksen
Emne: Høring om ændring af lov om værdipapirhandel

Som svar på Finanstilsynets høring af 16. august 2004 over udkast til ændring af lov om værdipapirhandel mv. og lov om finansiel virksomhed skal Beskæftigelsesministeriet meddele, at man ikke har bemærkninger til udkastet.

Med venlig hilsen
Cathrine Tjellesen
Spezialkonsulent
Beskæftigelsesministeriet, Arbejdsretscenteret
Tlf. 3392 7204
E-post: act@bm.dk

Kasper Holst (FT)

Fra: Charlotte S. Brøndsted (FT)**Sendt:** 30. august 2004 08:42**Til:** Kasper Holst (FT); Astrid Greve (FT); Julie Galbo (FT)**Emne:** VS: Høring af lovforslag om ændring af lov om værdipapirhandel mv. og lov om finansiel virksomhed

t.v.f.

Med venlig hilsen
Charlotte Brøndsted
finansinspektør/Financial Inspector
Finanstilsynet/Danish Financial Supervisory Authority
+ 45 33 55 82 21
<mailto:csb@ftnet.dk>

-----Oprindelig meddelelse-----

Fra: Ole Smedegaard Rundin Cordsen [<mailto:OCO@kl.dk>]**Sendt:** 27. august 2004 15:40**Til:** csb@ftnet.dk**Emne:** Høring af lovforslag om ændring af lov om værdipapirhandel mv. og lov om finansiel virksomhed

Finanstilsynet har sendt ovennævnte lovforslag i høring. Så vidt det ses af mailmodtagerlisten, er forslaget samtidig sendt til høring i Kommunekredit. KL skal bemærke, at man ikke har bemærkninger til lovforslaget i den foreliggende form.

Med venlig hilsen

Ole Cordsen, KL

Kasper Holst (FT)

Fra: Charlotte S. Brøndsted (FT)
Sendt: 27. august 2004 08:31
Til: Astrid Greve (FT); Kasper Holst (FT); Julie Galbo (FT)
Emne: VS: Høring af lovforslag

T.o.

Med venlig hilsen
Charlotte Brøndsted
finansinspektør/Financial Inspector
Finanstilsynet/Danish Financial Supervisory Authority
+ 45 33 55 82 21
<mailto:csb@ftnet.dk>

-----Oprindelig meddelelse-----

Fra: Søren Andersen [<mailto:san@dhs.dk>]
Sendt: 26. august 2004 16:45
Til: CSB@FTNET.DK
Emne: Høring af lovforslag

Hej Charlotte S. Brøndsted

Vi har modtaget en anmodning om at fremkomme med eventuelle bemærkninger til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed.

Jeg skal hermed venligst meddele, at vi ikke fremkommer med bemærkninger.

Med venlig hilsen
Dansk Handel & Service

Søren Andersen
Advokatfuldmægtig

-----Oprindelig meddelelse-----

Fra: Charlotte S. Brøndsted (FT) [<mailto:CSB@FTNET.DK>]

Sendt: 16. august 2004 14:48

Til: 'samfund@advocom.dk'; 'ae@aeraadet.dk'; 'aes@atp.dk'; 'arf@arf.dk'; 'atp@atp.dk'; 'bm@bm.dk'; 'sekr@dbmf.dk'; 'nationalbanken@nationalbanken.dk'; 'info@shipowners.dk'; 'danmarks@skibskredit.dk'; 'daf@shareholders.dk'; 'da@da.dk'; 'Danskamp@danskamp.dk'; DHS Officielle Email Adresse; 'di@di.dk'; 'lp@dfi-dk.com'; 'dj@journalistforbundet.dk'; 'ddf@danskedagblade.dk'; 'dt@datatilsynet.dk'; 'sk@forsikringenshus.dk'; 'ddf@finansanalytiker.dk'; 'pl@habro.dk'; 'riomgr@gl.stm.dk'; 'post@finansforbundet.dk'; 'fih@fih.dk'; 'fm@fm.dk'; 'f@finansraadet.dk'; 'fa@fanet.dk'; Charlotte S. Brøndsted (FT); Hagen Jørgensen (FH); 'fbr@fbr.dk'; 'block@sbaktuar.dk'; 'bcc@post.dk'; 'andelskasseforeningen@jak.dk'; 'fsr@fsr.dk'; 'frr@frr.dk'; 'fp@forsikringenshus.dk'; 'fmf@fmf.dk'; 'icbroker@image.dk'; 'ftf@ftf.dk'; 'gii@gii.dk'; 'hts@hts.dk'; 'hvr@hvr.dk'; 'info@ifr.dk'; 'jm@jm.dk'; 'kk@kommunekredit.dk'; 'kl@kl.dk'; 'xcse@xcse.dk'; 'lo@lo.dk'; 'sekretariatet@lokalepengeinstitutter.dk'; 'ld@ld.dk'; 'minff@minff.dk'; 'pbsmailservice@pbs.dk'; 'rr@realkreditraadet.dk'; 'gs@shipown1895.dk'; 'rbf@regionalebanker.dk'; Søren Tukjær (EOGS); 'info@revifora.dk'; 'co@nykredit.dk'; ERHVERVS- OG SELSKABSSTYRELSEN (via internet); Revisortilsynet (EOGS); 'riomfr@stm.dk'; 'rigsrevisionen@rigsrevisionen.dk'; 'can@sda.dk'; 'skm@skm.dk'; 'econ.crime@post.tele.dk'; 'stm@stm.dk'; 'um@um.dk'; 'vp@vp.dk'; 'Jesper.Lau.Hansen@jur.ku.dk'; 'oes@oes.dk'

Emne: Høring af lovforslag

Vedhæftet sendes udkast til forslag til lov om ændring af lov om

værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed.

Finanstilsynet skal anmode om, at eventuelle bemærkninger til lovforslaget modtages senest **mandag den 6. september 2004.**

Med venlig hilsen
Charlotte Brøndsted
finansinspektør
Finanstilsynet
+ 45 33 55 82 21
<mailto:csb@ftnet.dk>



DANSK INDUSTRI

H.C. Andersens Boulevard 18
1787 København V
Tlf. 3377 3377 - Fax 3377 3300
di@di.dk - www.di.dk

Finanstilsynet
Att.: Finansinspektør Charlotte Brøndsted
Gl. Kongevej 74A
1850 Frederiksberg C

8. september 2004
JVK

Høringssvar: Udkast til forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.fl.

DI har modtaget Finanstilsynets høringsskrivelse om det ovennævnte udkast til lovforslag.

Lovforslaget giver ikke anledning til væsentlige generelle bemærkninger. Dog vil vi gerne påskønne, at forslaget fortsat bygger på delegation af kompetence til Københavns Fondsbørs. DI finder det væsentligt, at adgang til delegation til Københavns Fondsbørs eller evt. andre institutioner benyttes i videst muligt omfang, således at den faktiske myndighedsudøvelse sker så tæt på markedsdeltagerne som muligt. Dette er efter vores vurdering egnet til at medvirke til at højne kvaliteten i afgørelsesvirksomheden.

Udkastet giver herudover DI anledning til en række tekniske bemærkninger.

Af hensyn til overskueligheden er bemærkningerne indsat som kommentarer direkte i udkastet til lovforslag i tilknytning til lovforslagets bemærkninger til de enkelte forslag. Disse vedlægges som bilag.

Vi står gerne til rådighed for en evt. drøftelse af vores bemærkninger til lovforslaget.

Med venlig hilsen

Jens Valdemar Krenchel
Chefkonsulent

Dansk Industris bemærkninger til:

Finanstilsynets udkast til forslag

til

Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed¹⁾
(Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet)

§ 1

I lov om værdipapirhandel m.v., jf. lovbekendtgørelse nr. 1269 af 19. december 2003, som ændret ved § 1 i lov nr. 491 af 9. juni 2004, foretages følgende ændringer:

1. I *fodnoten* til lovens titel indsættes efter »(collateral-direktivet)«: », Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), (EU-Tidende 2003, nr. L 96, s. 16) (markedsmisbrugsdirektivet), Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2003, nr. L 345, s. 64) (prospektdirektivet), Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, (EU-Tidende 2003, nr. L 339, s. 70), Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner, (EU-Tidende 2004, nr. L 162, s. 70)«.

2. Efter § 2 indsættes:

¹⁾ Loven indeholder bestemmelser, der gennemfører Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), EU-Tidende 2003, nr. L 96, s. 16, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, EU-Tidende 2003, nr. L 345, s. 64, dele af Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, EU-Tidende 2003, nr. L 339, s. 70, og dele af Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner, EU-Tidende 2004, nr. L 162, s. 70.

»§ 2 a. Ved værdipapirer, der er kapitalandele, forstås i kapitel 6 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, aktier og andre omsættelige værdipapirer svarende til aktier samt enhver anden form for omsættelige værdipapirer, der giver ret til at erhverve et af førnævnte værdipapirer som følge af en konvertering eller udøvelse af de tilknyttede rettigheder, forudsat at sidstnævnte form for værdipapirer er udstedt af udstederen af de underliggende aktier eller af en enhed, der tilhører samme koncern som nævnte udsteder.

Stk. 2. Ved værdipapirer, der ikke er kapitalandele, forstås i kapitel 6 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, alle andre værdipapirer end anført i stk. 1.

§ 2 b. Ved udbud af værdipapirer til offentligheden forstås i denne lov, enhver henvendelse til fysiske og juridiske personer i enhver form og ad enhver vej med fyldestgørende oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer, som bevirker, at en investor kan træffe afgørelse om køb eller tegning af disse værdipapirer.«

3. § 14, stk. 4, affattes således:

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

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

4. Overskriften til *kapitel 6* affattes således:

»Kapitel 6

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

5. § 23 affattes således:

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

Stk. 2. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til notering eller handel.

Stk. 3. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder anvendelse på de værdipapirer, der er nævnt i § 2, stk. 1, nr. 1-4, 6-10 og 12, samt værdipapirer, som nævnt i § 2, stk. 1, nr. 5, når løbetiden for disse er længere end 12 måneder.

Stk. 4. Reglerne i dette kapitel om pligten til at offentliggøre et prospekt finder uanset stk. 3 ikke anvendelse på følgende:

- 1) Andele i investeringsforeninger, specialforeninger, fåmandsforeninger, udenlandske investeringsinstitutter og andre kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. eller lov om innovationsforeninger.
- 2) Ikke-kapitalandele udstedt af
 - a) et land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder,
 - b) internationale offentligretlige organer, som ét eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlem af,
 - c) den Europæiske Centralbank, eller
 - d) centralbanker, der er hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
- 3) Aktier i en centralbank, der er hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
- 4) Værdipapirer dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra et land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder.
- 5) Værdipapirer, der med henblik på at skaffe midler til almennyttige mål, udstedes af statsanerkendte organisationer hjemmehørende i et land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, og som ikke arbejder med gevinst for øje.
- 6) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, forudsat at disse værdipapirer
 - a) ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige,
 - b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer, og ikke er tilknyttet et afledt instrument,
 - c) gør det ud for modtagelse af indlån, der skal tilbagebetales, og
 - d) er omfattet af en indskudsgarantiordning.
- 7) Værdipapirer, der indgår i et offentligt udbud af værdipapirer, hvor hele udbuddet er under 2.500.000 EUR, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder.
- 8) Værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, hvor hele udstedelsen er under 50.000.000 EUR, idet denne grænse beregnes over en periode på 12 måneder, forudsat at disse værdipapirer
 - a) ikke er underordnede, konvertible eller ombyttelige, og
 - b) ikke giver ret til at tegne eller erhverve andre former for værdipapirer, og ikke er tilknyttet et afledt instrument.

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

Stk. 6. Et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter i henhold til stk. 7, og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Stk. 7. Finanstilsynet fastsætter regler for prospekters indhold, format, sprog, annoncering, gyldighed samt udeladelse af oplysninger i prospektet. Derudover fastsætter Finanstilsynet regler for prospekters godkendelse i de tilfælde, hvor værdipapirer ønskes optaget til notering eller handel på flere fondsbørser, autoriserede markedspladser eller tilsvarende regulerede markeder.

Stk. 8. Finanstilsynet fastsætter regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, herunder regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer. Endvidere fastsætter Finanstilsynet regler om optagelse i et register for fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer.«

6. Efter § 23 indsættes:

»§ 23 a. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 2. Finanstilsynet giver udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse indenfor ti arbejdsdage efter modtagelsen af ansøgningen om godkendelse af prospektet.

Stk. 3. Den i stk. 2 omhandlede frist forlænges til 20 arbejdsdage, hvis udbud til offentligheden vedrører værdipapirer udstedt af en udsteder, som ikke har værdipapirer optaget til notering eller handel, og som ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden.

Stk. 4. Hvis der er rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige, eller at der er behov for yderligere oplysninger, finder fristerne i stk. 2 og 3 først anvendelse fra den dato, hvor udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, har tilvejebragt sådanne oplysninger. Hvis dokumenterne er ufuldstændige, og godkendelsesfristen af den grund sættes i bero, skal Finanstilsynet give den pågældende meddelelse herom inden ti arbejdsdage efter modtagelsen af ansøgningen.

Stk. 5. Finanstilsynet kan henvise godkendelsen af et prospekt til den kompetente myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, forudsat at den kompetente myndighed i dette land giver sit tilsagn hertil. En sådan henvisning skal meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, indenfor tre arbejdsdage efter datoen for Finanstilsynets afgørelse om henvisning.

Stk. 6. Når Finanstilsynet får henvist en ansøgning om godkendelse af et prospekt fra en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal Finanstilsynet give udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel, meddelelse om sin afgørelse om prospektets godkendelse inden for ti arbejdsdage efter, at den kompetente myndighed har truffet afgørelse om henvisning af prospektgodkendelsen.«

7. § 24, *stk. 1*, affattes således:

»Udbud til offentligheden må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af stk. 2.«

8. § 27 affattes således:

»§ 27. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, eller for hvilke, der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører virksomheden. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selvom forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

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

Stk. 3. En udsteders forpligtelser efter stk. 1 og 2 gælder alene i forhold til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, hvor udstederen har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapirer til notering eller handel.

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

Stk. 5. En udsteder af værdipapirer som nævnt i stk. 1 skal uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offentliggørelse af intern viden er sket i henhold til stk. 1 eller 2, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

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

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

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

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

9. Efter § 27 indsættes:

»§ 27 a. Udstedere, hvis værdipapirer er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, skal mindst én gang årligt udarbejde og offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til alle de oplysninger, som udstederen gennem de seneste 12 måneder har offentliggjort eller stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med sine forpligtelser i henhold til denne lov, aktieselskabsloven, årsregnskabsloven, og Europa-Parlamentets og Rådets forordning 1606/2002 af 19. juli 2002.

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

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

10. Efter § 28 indsættes

»§ 28 a. Ledende medarbejdere i selskaber, der udsteder værdipapirer som nævnt i § 27, stk. 1, skal give det udstedende selskab meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til det udstedende selskab senest den førstkommande børsdag efter transaktionen.

Stk. 2. Ved ledende medarbejdere forstås

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

Stk. 3. Nærtstående personer til en ledende medarbejder i et udstedende selskab skal give den pågældende ledende medarbejder meddelelse om transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Meddelelse skal gives til den ledende medarbejder senest den førstkommande børsdag efter transaktionen. Den ledende medarbejder videregiver modtagne meddelelser til det udstedende selskab senest den førstkommande børsdag efter modtagelsen.

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

- 1) Ægtefælle eller samlever.
- 2) Mindreårige børn, hvor den i stk. 2 nævnte person er indehaver af forældremyndigheden.
- 3) Andre slægtninge, der i en periode på mindst 1 år regnet fra tidspunktet for transaktionens gennemførelse har tilhørt den i stk. 2 nævnte persons husstand.
- 4) Juridiske personer, såfremt
 - a) en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 har det ledelsesmæssige ansvar i den juridiske person,
 - b) en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3 alene eller tilsammen udøver en indflydelse som nævnt i § 31, stk. 1, nr. 1-5, over den juridiske person,
 - c) den juridiske person er etableret med henblik på at tilgodese økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3, eller
 - d) den juridiske person i øvrigt har økonomiske interesser, der er væsentligt sammenfaldende med de økonomiske interesser hos en fysisk person omfattet af stk. 2 eller af nr. 1-3.

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

Stk. 6. En ledende medarbejder kan undlade at give meddelelse efter stk. 1, 1. pkt., og at videregive modtagne oplysninger efter stk. 3, sidste pkt., indtil kursværdien af de transaktioner, der i løbet af et kalenderår er gennemført af den ledende medarbejder og af nærtstående personer til den pågældende ledende medarbejder, tilsammen udgør et beløb på 5.000 EUR eller derover.

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

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

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

§ 28 b. Enhver fysisk eller juridisk person, der som led i udøvelsen af sit erhverv eller som led i sine forretninger til offentligheden eller distributionskanaler udarbejder eller udbreder anbefalinger vedrørende værdipapirer som nævnt i § 27, stk. 1, eller vedrørende en udsteder af sådanne værdipapirer, skal sikre, at fremlæggelse og udbredelse af anbefalinger sker på en redelig måde, og at der oplyses om eventuelle interesser eller interessekonflikter i forhold til de værdipapirer eller den udsteder, som anbefalingen vedrører.

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

11. Kapitel 10 affattes således:

»Kapitel 10

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

§ 34. Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden, kursmanipulation samt foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug vedrørende

- 1) værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer samt værdipapirer for hvilke, der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, og
- 2) værdipapirer, der ikke selv er omfattet af nr. 1, men som er knyttet til et eller flere værdipapirer som nævnt i nr. 1, samt andele omfattet af § 2, stk. 1, nr. 4.

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

Stk. 3. I stk. 2 forstås ved:

- 1) *Specifikke oplysninger:*
Oplysninger, der

- a) vedrører forhold, der foreligger, eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt, eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og
 - b) er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheder eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.
- 2) *Oplysninger som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer:*

Oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Stk. 4. For fysiske eller juridiske personer, der som led i deres erhverv udfører ordrer med værdipapirer, omfatter intern viden også oplysninger, som meddeles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, forudsat at oplysningerne i øvrigt opfylder kravene i stk. 2 og 3.

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

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

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

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der gennemføres af en fysisk eller juridisk person for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde værdipapirer, forudsat at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet for transaktionens gennemførelse, og at forpligtelsen er baseret på en aftale, der er indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere 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 værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

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

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

§ 36. 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.

§ 37. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at hand-

le med de af udstederen udstedte værdipapirer, jf. første led, og dertil knyttede finansielle instrumenter. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder værdipapirhandlere, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Er de i 1. og 2. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

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

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

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

Stk. 4. En udsteder af værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, nr. 1, skal udarbejde og løbende ajourføre en fortegnelse over de personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. Tilsvarende fortegnelser skal udarbejdes af fysiske og juridiske personer, der handler på vegne af en udsteder som nævnt i 1. pkt. eller for en sådan udsteders regning. De af fortegnelserne omfattede personer skal straks orienteres herom.

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

Stk. 6. Fysiske og juridiske personer, der som led i deres erhverv gennemfører transaktioner med værdipapirer, skal uden ugrundet ophold underrette Finanstilsynet, såfremt de medvirker til gennemførelsen af en transaktion med værdipapirer som nævnt i § 34, stk. 1, og der foreligger en rimelig begrundet mistanke om, at transaktionen kan udgøre en overtrædelse af § 35, stk. 1, eller § 39, stk. 1. Underretning som nævnt i 1. pkt., som en fysisk eller juridisk person foretager i god tro, anses ikke som et brud på regler om tavshedspligt, hvad enten disse regler følger af lov, bekendtgørelse eller en kontrakt. Sådan underretning påfører heller ikke i øvrigt den underrettende person nogen form for ansvar.

Stk. 7. Fysiske og juridiske personer, der har foretaget underretning til Finanstilsynet i henhold til stk. 6, er forpligtet til at hemmeligholde, at der er givet sådan underretning. Opfyldelsen af pligten til hemmeligholdelse som nævnt i 1. pkt. påfører ikke den pågældende fysiske eller juridiske person nogen form for ansvar.

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

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

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

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

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

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

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

Stk. 3. Ved anvendelsen af bestemmelsen i stk. 1, nr. 1, i forhold til redaktører og redaktionelle medarbejdere, der som led i deres erhvervsmæssige aktivitet udbreder oplysninger, skal der tages hensyn til de regler, der gælder for sådanne personers erhverv. 1. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den pågældende redaktør eller redaktionelle medarbejder direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af oplysningerne.

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

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

§ 39. Kursmanipulation eller forsøg herpå må ikke finde sted.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, en sådan stats centralbank, Det Europæiske system af Centralbanker eller den, der handler på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommendes pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Stk. 3. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.«

12. I § 41, stk. 3, nr. 1, indsættes efter: »samt«: »supplerende regler om«.

13. Overskriften til *kapitel 12* affattes således:

»Kapitel 12

Prospekter ved første offentlige udbud af værdipapirer mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR«

14. § 43, stk. 1, affattes således:

»Dette kapitel finder anvendelse på første udbud til offentligheden af værdipapirer, som ikke ønskes optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, når udbuddet er mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR.«

15. § 44 affattes således:

»§ 44. Ved udbud af værdipapirer til offentligheden mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR, skal der med henblik på offentliggørelse foreligge et prospekt.

Stk. 2. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrunderet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til de værdipapirer, der udbydes til offentligheden.

Stk. 3. Et prospekt, der opfylder de krav, der er fastsat i §§ 23-24 og i regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, kan træde i stedet for et prospekt, som nævnt i stk. 1. Prospektet skal inden offentliggørelse godkendes af Finanstilsynet, jf. § 45, stk. 2.

Stk. 4. Et prospekt, der opfylder kravene til prospekter efter bestemmelserne i direktiv 2003/71/EF, og som er godkendt af den kompetente myndighed i et land indenfor Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, sidestilles med et prospekt som nævnt i stk. 1. Prospektet skal inden offentliggørelse, forelægges Finanstilsynet, jf. § 45, stk. 2, der påser, at betingelserne efter 1. pkt. er opfyldt.

Stk. 5. Finanstilsynet fastsætter regler om prospektets indhold, sprog, offentliggørelse, gyldighed og annoncering.«

16. I § 54, stk. 2, og § 62, stk. 1, nr. 5, ændres »Finansstyrelsen« til: »Økonomistyrelsen«.

17. I § 83 a, stk. 1, nr. 1, ændres »§ 23, stk. 3« til: »§ 23 a«.

18. I § 83 a, stk. 1, nr. 1, indsættes efter »§ 23 a,«: »og § 27 a, stk. 2,«.

19. I § 83 a, stk. 1, nr. 1, ændres »§ 23, stk. 4« til: »§ 23, stk. 7«.

20. I § 83 a, stk. 1, nr. 2, indsættes før »§ 31, stk. 2,«: »§ 28 a, stk. 5,«.

21. I § 84 b, stk. 2, nr. 9, ændres »§ 36, stk. 2, § 37, stk. 1, og § 37 a, stk. 1 og 2« til: »§ 37, stk. 1 og 2«.

22. I § 89 indsættes som stk. 3:

»Stk. 3. Offentlige myndigheder og institutioner, der udsender statistik, som kan have en mærkbar indvirkning på de finansielle markeder, skal udsende statistikken på en fair og gennemsigtig måde.«

23. § 93, stk. 1, 1. pkt., affattes således:

»Overtrædelse af § 8, stk. 1, § 10, stk. 1, § 11, § 12, § 12 a, § 12 b, stk. 1-5 og 9, § 12 c, § 12 d, stk. 1, stk. 2, 1. pkt., og stk. 3, 5 og 6, § 14, stk. 1, 1. pkt., § 16, stk. 3 og 4, § 19, stk. 1, § 20, stk. 6, § 24, stk. 1, § 27, stk. 1, og stk. 2, 1. pkt., § 27 a, stk. 1 og stk. 2, 1. pkt., § 28, § 28 a, stk. 1, stk. 3, 3. pkt., stk. 5, 1. pkt., og stk. 7, § 28 b, stk. 1, § 29, stk. 1 og 2, § 31, stk. 1, § 32, stk. 1 og 2, § 33, stk. 1 og 3, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 9, § 40, stk. 3, § 42, stk. 4 og 5, § 44, stk. 1 og 2, § 45, stk. 1, § 46, stk. 1, § 48, stk. 2, § 51, stk. 1, § 52, stk. 1, 2. pkt., § 60, stk. 1, 2. pkt., § 75, stk. 2, 2. pkt., og 76, stk. 2, straffes med bøde.«

24. I § 93, stk. 1, 2. pkt., ændres »§ 23, stk. 2« til: »§ 23, stk. 6«.

25. I § 93 indsættes som stk. 6:

»Stk. 6. Finanstilsynet kan, såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, i sager om overtrædelse af § 27, stk. 1-2 og 4-5, § 28 a, stk. 1, 3, 5 og 7, § 28 b, stk. 1, § 35, stk. 1, § 36, § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., § 39, stk. 1, § 89, stk. 3, samt i sager om overtrædelse af regler udstedt i medfør af § 28 a, stk. 8, § 28 b, stk. 2, § 37, stk. 10, og § 38, stk. 5, offentliggøre påtaler, der meddeles i henhold til § 83, stk. 1, og daglige eller ugentlige bøder, der pålægges i henhold til § 95, medmindre offentliggørelsen vil medføre alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde sagens parter uforholdsmæssig stor skade.«

26. I § 94, stk. 1, ændres »§ 36, stk. 1,« til: »§ 36«.

§ 2

I lov om finansiel virksomhed, jf. lovbekendtgørelse nr. 1268 af 19. december 2003, som ændret ved § 1 i lov nr. 365 af 19. maj 2004, § 4 i lov nr. 490 af 9. juni 2004 og § 2 i lov nr. 491 af 9. juni 2004, foretages følgende ændring:

1. I § 361, stk. 1, indsættes som nr. 16 og 17:

- »16) Fysiske eller juridiske personer, som anmoder om Finanstilsynets godkendelse af et prospekt i henhold til kapitel 6 i lov om værdipapirhandel m.v., betaler 50.000 kr. i afgift pr. anmodning.
- 17) Fysiske eller juridiske personer, som anmoder om optagelse i et register for kvalificerede investorer, jf. lov om værdipapirhandel m.v. § 23, stk. 8, betaler 1.000 kr. pr. anmodning.«

§ 3

Loven træder i kraft den 1. januar 2005.

Stk. 2. § 1, nr. 2, 4-7, 9, 13-15, 17-19 og 24, samt § 2 træder i kraft den 1. juli 2005.

Stk. 3. Uanset reglerne i denne lovs § 1 kan kreditinstitutter, der er omfattet af undtagelsen i artikel 5, litra a) i direktiv 89/298/EØF, og som ikke er omfattet af § 23, stk. 4, nr. 8, til offentligheden i Danmark udbyde obligationer eller andre omsættelige værdipapirer svarende til obligationer, der udstedes løbende eller ad gentagne gange, indtil 31. december 2008.

§ 4

Loven gælder ikke for Færøerne og Grønland, men kan ved kongelig anordning sættes i kraft helt eller delvist for disse landsdele med de afvigelser, som de særlige færøske og grønlandske forhold tilsiger.

Bemærkninger til lovforslaget

Almindelige bemærkninger

1. Indledning

Formålet med lovforslaget er at gennemføre en række nye EU-direktiver på det finansielle område i dansk ret. De nye direktiver vedrører bekæmpelse af markedsmisbrug ved handel med værdipapirer og udarbejdelse af prospekter, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på regulerede markeder i Danmark. I Danmark har fondsbørsen og autoriserede markedspladser status som regulerede markeder. Direktiverne gør det nødvendigt at ændre lov om værdipapirhandel m.v. på en række punkter for at bringe de gældende danske regler i overensstemmelse med de nye direktiver. Lovforslaget medfører først og fremmest ændringer i lovens kapitel 6, 7, 10 og 12.

2. Markedsmisbrugsdirektivet

Ændringerne af lovens regler om markedsmisbrug er nødvendige som følge af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (EU-Tidende 2003, nr. L 96, s. 16). I det følgende omtales direktivet som »markedsmisbrugsdirektivet«.

Markedsmisbrugsdirektivet erstatter Rådets direktiv 89/592/EØF om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insiderhandel (insiderdirektivet). Baggrunden for markedsmisbrugsdirektivet er, at udviklingen på værdipapirmarkedet har nødvendiggjort en modernisering af reglerne i insiderdirektivet. Udviklingen på værdipapirmarkedene har ført til, at der er opstået nye former for markedsmisbrug siden vedtagelsen af insiderdirektivet i 1989. Den stigende brug af Internettet som kommunikationsmiddel har betydet en øget mulighed for at misbruge intern viden og manipulere kursen på værdipapirer. Derudover har den stigende internationalisering af markedene for handel med værdipapirer øget behovet for en større grad af harmonisering af de fælles europæiske regler om markedsmisbrug.

Markedsmisbrugsdirektivet indeholder en række overordnede regler, som skal forhindre markedsmisbrug (insiderhandel og kursmanipulation) ved handel med værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på regulerede markeder indenfor Den Europæiske Union. Formålet med reglerne i det nye direktiv er at sikre tilliden til de europæiske markeder for handel med værdipapirer og at gøre det lettere at foretage grænseoverskridende handel med værdipapirer. Direktivet skal være gennemført i medlemsstaterne senest 12. oktober 2004.

Reglerne i markedsmisbrugsdirektivet har karakter af overordnede rammebestemmelser. Der er i direktivet givet Kommissionen bemyndigelse til på nogle områder at fastsætte mere detaljerede og tekniske regler (såkaldte gennemførelsesregler) til udfyldning og præcisering af de overordnede rammer i direktivet. Kommissionen har udnyttet denne bemyndigelse til at udstede yderligere tre direktiver og en forordning, som indeholder nærmere regler.

Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 (EU-Tidende 2003, nr. L 339, s. 70) indeholder nærmere regler om definitionen af intern viden, offentliggørelse af intern viden og definitionen af kursmanipulation. Reglerne i direktivet, som omhandler definitionen af intern viden, foreslås ved nærværende lovforslag indsat i lov om værdipapirhandel m.v. Reglerne om kursmanipulation i direktivet foreslås gennemført ved udstedelse af en bekendtgørelse med hjemmel i loven. I det følgende omtales direktivet som »Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation«.

Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 (EU-Tidende 2003, nr. L 339, s. 73) indeholder nærmere regler om fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter i forbindelse hermed. Direktivets forholdsvis detaljerede regler foreslås gennemført ved udstedelse af en bekendtgørelse med hjemmel i loven. I det følgende omtales direktivet som »Kommissionens andet direktiv om finansielle analyser«.

Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 (EU-Tidende 2004, nr. L 162, s. 70) indeholder nærmere regler om definition af intern viden ved handel med råvareinstrumenter, accepteret markedspraksis, udarbejdelse af insiderlister, anmeldelse af ledende medarbejders handler og meddelelse om mistænkelige transaktioner. Reglerne i dette direktiv vedrørende intern viden ved handel med råvareinstrumenter og anmeldelse af ledende medarbejders handler samt dele af reglerne om meddelelse om mistænkelige transaktioner foreslås gennemført i lov om værdipapirhandel m.v. De øvrige af direktivets regler foreslås gennemført ved udstedelse af en bekendtgørelse med hjemmel i loven. I det følgende omtales direktivet som »Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v.«.

De tre gennemførelsesdirektiver fra Kommissionen skal ligeledes være gennemført senest 12. oktober 2004.

Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 (EU-Tidende 2003, nr. L 336, s. 33) indeholder nærmere regler om programmer for tilbagekøb af egne aktier og stabilisering af kursen på værdipapirer. Forordningen skal ikke gennemføres, da den er umiddelbart gældende i dansk ret. I det følgende omtales forordningen som »Kommissionens forordning om tilbagekøb og stabilisering«.

Kommissionens forordning om tilbagekøb og stabilisering trådte i kraft på dagen for offentliggørelsen i EU-Tidende den 23. december 2003. Forordningen fastsætter alene betingelserne for anvendelse af bestemmelsen i markedsmisbrugsdirektivets artikel 8. Som følge af den nære sammenhæng med markedsmisbrugsdirektivets artikel 8 vil forordningens regler ikke kunne få virkning i dansk ret, før reglen i direktivet har fået virkning. Reglen i markedsmisbrugsdirektivets artikel 8 opfylder imidlertid EU-rettens betingelser for direkte virkning. Dette betyder, at forordningen om tilbagekøb og stabilisering vil kunne påberåbes i Danmark fra 12. oktober 2004, da fristen for implementering af markedsmisbrugsdirektivet udløber på denne dato.

3. Prospektdirektivet

Baggrunden for ændringerne af prospektreglerne er Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (EU-Tidende 2003, L 345, s. 64). Direktivet skal være gennemført i dansk ret senest 1. juli 2005.

Prospektdirektivet erstatter direktiv 89/298/EØF om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden (EU-Tidende 1989, L 124, s. 8) samt dele af direktiv 2001/34/EF vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer (EU-Tidende 2001, L 184, s. 1). Disse to prospektdirektiver er gennemført i dansk ret.

Med harmoniserede regler inden for Den Europæiske Union for prospekter er det hensigten at skabe et mere effektivt EU-pas for prospekter. Dette betyder, at en udsteder kan få et prospekt godkendt i et land inden for Den Europæiske Union og derefter anvende det i de øvrige EU-lande, uden at der kan stilles krav om udarbejdelse og godkendelse af et nyt prospekt. Dette bidrager til, at det bliver lettere for virksomhederne at rejse kapital i Europa. Samtidig er det formålet med direktivet at sikre et højt informationsniveau til beskyttelse af investorerne.

Det fremgår af prospektdirektivet, at Kommissionen på visse områder kan fastsætte tekniske og detaljerede regler om udarbejdelsen af prospektet. Kommissionen har på den baggrund udstedt forordning 809/2004 af 29. april 2004 (EU-Tidende 2004, L 149, s. 1). Forordningen indeholder minimumskrav til de oplysninger, der skal være indeholdt i prospektet. Minimumskravene er fastsat ud fra en overordnet opdeling af forskellige typer af værdipapirer og udstedere. I forordningen er der derudover fastsat udfyldende regler om indarbejdelse af oplysninger i prospektet ved henvisning, metoder til offentliggørelse af prospektet og annoncering. Reglerne om prospekter i lov om værdipapirhandel m.v. og i bekendtgørelser udstedt i medfør af loven skal på den baggrund ses i sammenhæng med reglerne i Kommissionens forordning.

Kommissionens forordning om prospekter trådte i kraft på tyvendedagen efter offentliggørelsen i EU-Tidende. Offentliggørelsen af forordningen i EU-Tidende skete den 30. april 2004. Forordningen finder dog først anvendelse fra 1. juli 2005 jf. forordningens artikel 36. Forordningens regler vil således først få virkning i dansk ret fra 1. juli 2005

4. Indhold

4.1. Gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet

Markedsmisbrugsdirektivet og Kommissionens tre gennemførelsesdirektiver nødvendiggør en del ændringer af reglerne i den gældende lovs kapitel 7 om oplysningsforpligtelser og kapitel 10 om misbrug af intern viden og kursmanipulation.

Anvendelsesområdet for de gældende regler om offentliggørelse af kursfølsomme oplysninger, misbrug af intern viden og kursmanipulation udvides. Reglerne vil efter forslaget finde anvendelse allerede fra det øjeblik, hvor der er ansøgt om optagelse af et værdipapir til notering eller handel på et reguleret marked. De gældende regler finder alene anvendelse på værdipapirer, der allerede er optaget til notering eller handel på et reguleret marked.

I forhold til de gældende regler foreslås der en mere detaljeret regulering af udstederselskabernes forpligtelse til at offentliggøre kursrelevante oplysninger. Efter den gældende lov skal udstederne offentliggøre oplysninger om kursrelevante forhold, der vedrører virksomheden. Efter forslaget vil udstederne i stedet blive forpligtet til at offentliggøre al intern viden, der direkte vedrører virksomheden. Begrebet intern viden er defineret i lovens kapitel 10 og indgår i forvejen som et element ved afgrænsningen af lovens forbud mod insiderhandel og videregivelse af intern viden. Der indføres desuden en lovbestemt adgang for udstederselskabet til under nærmere bestemte omstændigheder at udsætte offentliggørelsen af intern viden. Endelig indføres regler i loven om offentliggørelsesmåden, og om at udstederselskaber skal lade intern viden figurere på deres Internet hjemmesider i et passende tidsrum efter offentliggørelsen.

Med forslaget ophæves de gældende regler om insiderregisteret i lovens kapitel 10. I stedet foreslås indført nye regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders handel med aktier. De nye regler om ledende medarbejders aktiehandler foreslås placeret i lovens kapitel 7 om oplysningsforpligtelser. Med de nye regler vil ledende medarbejdere i udstederselskaber få pligt til at meddele oplysninger om deres handel med aktier i udstederselskabet og dertil forbundne værdipapirer. Udstederselskabet skal efter forslaget herefter videresende disse oplysninger til Finanstilsynet, der foretager offentliggørelse heraf. Samtidigt foreslås det imidlertid, at Finanstilsynet får adgang til at delegerer sine beføjelser til at modtage indberetninger og foretage offentliggørelse af de modtagne indberetninger. Der gives herved mulighed for at videreføre modellen efter den gældende lov, hvorefter det er den fondsbørs eller autoriserede markedsplads, hvor værdipapiret er optaget til notering eller handel, som har ansvaret for modtagelse og offentliggørelse af indberetninger.

Den hidtidige adgang til at foretage en aggregeret offentliggørelse af ledelsens handler på gruppeniveau bortfalder, og der vil efter forslaget skulle ske offentliggørelse af hvert enkelt handel, der foretages af den ledende medarbejder. Der foreslås dog indført en undergrænse for handler under 5.000 EUR beregnet på et kalenderår, således at der kan undlades offentliggørelse af helt små handler. Som følge af forslaget vil udstederselskaberne ikke længere skulle lave daglige nettoopgørelser og kvartalsvise opgørelser over handler foretaget af selskabets insidere.

Der foreslås indført regler i lovens kapitel 7 om udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser. Med disse regler stilles der krav til indhold og oplysninger i finansielle analyser, der udarbejdes og udbredes til offentligheden eller distributionskanaler. Desuden stilles der krav om offentliggørelse af eventuelle interessekonflikter, som den person, der udarbejder eller udbreder en analyse, måtte have. De detaljerede regler herom foreslås gennemført ved en bekendtgørelse udstedt af Finanstilsynet.

Den gældende definition af intern viden foreslås suppleret i overensstemmelse med direktivets regler. Det foreslås, at definitionen udbygges og præciseres således, at oplysninger for at kunne udgøre intern viden skal være specifikke og kunne antages at have en mærkbar kurspåvirkning. De nye krav om mærkbarhed og specificitet er nærmere defineret i de foreslåede regler. Derudover foreslås indført særlige regler om definition af intern viden ved værdipapirhandleres viden om kunders planlagte ordrer og ved handel med råvareinstrumenter.

Den gældende lovs forbud mod insiderhandel foreslås videreført i stort set uændret form. Som noget nyt indføres en undtagelsesbestemmelse, hvorefter handel med egne aktier, der gennemføres i overensstemmelse

med betingelserne i Kommissionens forordning om tilbagekøb og stabilisering, ikke omfattes af forbudet mod insiderhandel. Det vil således efter forslaget være muligt at bringe sig udenfor forbuddet mod insiderhandel, såfremt tilbagekøb af egne aktier tilrettelægges på en måde, der opfylder betingelserne i Kommissionens forordning. Undtagelsen gælder også i forhold til lovens forbud mod kursmanipulation.

Det foreslås at samle en række bestemmelser af præventiv karakter, der har til formål at modvirke insiderhandel og kursmanipulation, i lovens § 37. De gældende regler om pligt til udarbejdelse af interne regler og insiderlister foreslås videreført med mindre ændringer. Som noget nyt indføres en pligt for personer, der gennemfører transaktioner med værdipapirer som led i deres erhverv, til at underrette myndighederne om transaktioner, som er mistænkelige, fordi de kan udgøre insiderhandel eller kursmanipulation. Underretningsspligten i forslaget modsvares af en regel om ansvarsfrihed for den underrettende person.

Forslaget indeholder nye regler om definitionen af kursmanipulation. De foreslåede regler vil på nogle punkter medføre en udvidelse i forhold til definitionen i den gældende lov. Den noget bredere afgrænsning af begrebet kursmanipulation modsvares af en ny bestemmelse, hvorefter legitime transaktioner, der gennemføres i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, ikke udgør kursmanipulation.

Den gældende lovs forbud mod kursmanipulation foreslås videreført i stort set uændret form. Som noget nyt indføres en undtagelsesbestemmelse, hvorefter handel med værdipapirer med henblik på stabilisering af kursen på et værdipapir, der gennemføres i overensstemmelse med betingelserne i Kommissionens forordning om tilbagekøb og stabilisering, ikke omfattes af forbuddet mod kursmanipulation. Det vil således efter forslaget være muligt at bringe sig udenfor forbuddet mod kursmanipulation, såfremt stabiliseringen tilrettelægges på en måde, der opfylder betingelserne i Kommissionens forordning. Undtagelsen gælder også i forhold til lovens forbud mod insiderhandel.

Endelig foreslås indført en adgang for Finanstilsynet til at foretage offentliggørelse, hvor tilsynet meddeler en påtale eller pålægger en tvangsbøde. Finanstilsynets adgang til offentliggørelse af påtaler og tvangsbøder vil efter forslaget alene gælde sager om overtrædelse af regler, der er indført til gennemførelse af markeds-misbrugsdirektivet.

4.2. Gennemførelse af prospektdirektivet

En virksomhed, der ønsker at udstede værdipapirer kan vælge at søge værdipapirerne optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked. Handelen og prisdannelsen af de pågældende værdipapirer vil herefter foregå over fondsbørsens eller det regulerede markeds handelssystemer.

En virksomhed kan også vælge at udbyde værdipapirerne til offentligheden uden for et reguleret marked. Efter afslutningen af udbudsperioden kan parter indgå aftale om køb og salg af det pågældende værdipapir, men der foreligger ikke en organiseret handel som på et reguleret marked.

Når værdipapirer søges optaget til notering eller handel på et reguleret marked eller udbydes til offentligheden, skal der foreligge et prospekt. Prospektet skal indeholde al relevant information om den pågældende udsteder og de pågældende værdipapirer med henblik på, at en investor får et grundlag for at kunne træffe beslutning om investering i værdipapirerne.

Med prospektdirektivet indføres der ens regler for prospekter for værdipapirer, der udbydes til offentligheden, og prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked. Offentlige udbud af værdipapirer under 2.500.000 EUR er dog undtaget fra direktivets bestemmelser. Dette betyder, at der ifølge prospektdirektivet ikke er pligt til at offentliggøre et prospekt for udbud af værdipapirer under denne grænse. Der kan fastsættes nationale regler under grænsen.

I de gældende danske regler er offentlige udbud under 300.000 kr. undtaget fra kravet om offentliggørelse af et prospekt. Dette svarer til 40.000 EUR. Grænsen i prospektdirektivet på 2.500.000 EUR er derfor meget høj set ud fra danske forhold. En stor del af de danske offentlige udbud vil således være undtaget fra direktivets pligt til at offentliggøre et prospekt, medmindre der fastsættes nationale regler. Ifølge prospektdirektivet kan der dog ikke fastsættes en pligt til at offentliggøre et prospekt for udbud under 100.000 EUR. Der kan således fastsættes nationale regler for udbud mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR. For at opretholde den

investorbeskyttelse, der ligger i, at prospekter bliver godkendt og offentliggjort, foreslås det, at der indføres regler i Danmark for offentliggørelse af prospekter mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR.

I den forbindelse foreslås en ændret opdeling i lov om værdipapirhandel m.v. Det foreslås, at de gældende bestemmelser i kapitel 6, der vedrører godkendelse af prospekter i forbindelse med optagelse af værdipapirer til notering på en fondsbørs, også skal finde anvendelse på prospekter for offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 EUR. Kapitel 12, der i dag omfatter offentlige udbud af alle værdipapirer, der ikke skal noteres, vil fremover omfatte offentlige udbud under 2.500.000 EUR, men over 100.000 EUR.

Prospektdirektivet indeholder en række krav til udarbejdelsen af prospektet. Det drejer sig bl.a. om prospektets format, indhold og sprog. I den gældende danske lovgivning er sådanne regler fastsat på bekendtgørelsesniveau. Det synes hensigtsmæssigt at anvende samme struktur fremover, da bestemmelserne er af teknisk karakter. Med lovforslaget foreslås fastsat en mere præcis hjemmel i lov om værdipapirhandel m.v., så det klart fremgår, på hvilke områder Finanstilsynet kan fastsætte regler. Hjemlen for Finanstilsynet til at fastsætte regler om prospekter for offentlige udbud over 2.500.000 EUR af værdipapirer og optagelse af værdipapirer til notering eller handel udvides som udgangspunkt ikke. Prospektdirektivet indfører dog som noget nyt bestemmelser om prospektets format og gyldighed. Finanstilsynets hjemmel til at fastsætte regler udvides derfor på disse to områder.

Der er mulighed for at udarbejde prospektet i ét dokument eller i tre særskilte dokumenter, jf. prospektdirektivets artikel 5. Indholdsmæssigt stilles der samme krav til prospektet, hvad enten det er i ét eller i tre dokumenter. Hvis udsteder vælger at udarbejde et tredelt prospekt, skal det indeholde et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Registreringsdokumentet skal indeholde oplysninger om udstederen, og værdipapirnoten skal indeholde oplysninger om værdipapirerne. Resuméet skal indeholde de vigtigste forhold og risici ved den pågældende udsteder og værdipapirer i et ikke-teknisk sprog. Der er endvidere krav om, at resuméet skal indeholde advarsler om, at det skal læses som indledning til prospektet, og at beslutning om investering i værdipapirerne bør træffes på baggrund af prospektet som helhed. Derudover er der ifølge direktivet krav om, at det skal indeholde en advarsel om, at de personer, som har indsendt resuméet og anmodet om godkendelse heraf, kan ifalde erstatningsansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de andre dele af prospektet. Artikel 5 i prospektdirektivet vedrører krav om, hvad der indholdsmæssigt skal fremgå af resuméet, og er ikke i sig selv en regulering af det erstatningsretlige ansvar. Bedømmelsen af et evt. erstatningsansvar for en fysisk eller juridisk person, der indsender et resumé eller anmoder om godkendelse heraf, vil ske efter almindelige erstatningsretlige regler.

Det samme gør sig gældende for så vidt angår de personer, der er ansvarlige for oplysningerne i prospektet. Det er fastsat i artikel 6 i prospektdirektivet, at de ansvarlige fysiske personer tydeligt skal angives i prospektet med navn og stillingsbetegnelse, og når det er juridiske personer med navn og vedtægtsmæssigt hjemsted. Derudover skal de erklære, at oplysningerne efter deres overbevisning stemmer overens med virkeligheden, og at der i prospektet ikke er udeladt oplysninger, der vil kunne berøre betydningen af dets indhold. Disse bestemmelser fastsætter alene, hvad der skal fremgå af prospektet og regulerer ikke det erstatningsretlige ansvar.

Endvidere skal det ifølge prospektdirektivets artikel 6 sikres, at ansvaret for de oplysninger, der gives i prospektet, som minimum påhviler udstederen eller dennes bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganer, udbyderen, eller den person, der anmoder om optagelse til notering eller handel på et reguleret marked m.v. Hensigten er ikke, at der påhviler disse fysiske og juridiske personer et objektivt ansvar, men alene at fastsætte, at der kan pålægges en fysisk eller juridisk person et ansvar under forudsætning af, at betingelserne for dette er opfyldt. Dette afgøres efter national ret. Dansk rets almindelige regler om erstatningsansvar vil derfor finde anvendelse, i det omfang en tvist skal afgøres efter dansk ret. Angivelsen af personkredsen er ikke en udtømmende liste, men er eksempler på fysiske og juridiske personer, der kunne pålægges et erstatningsretligt ansvar. På den baggrund vil der ikke blive indsat regler i lov om værdipapirhandel m.v. om ansvaret for udarbejdelsen af prospekter. Endvidere foreslås det, at de nævnte indholdsmæssige krav til prospektet, herunder resuméet, kan fastsættes i medfør af Finanstilsynets hjemmel til at fastsætte regler om prospekters indhold.

I henhold til de gældende danske regler er der ikke pligt til at offentliggøre et prospekt, hvis der udbydes værdipapirer udelukkende til kvalificerede investorer. Afgrænsningen af hvilke investorer, der kan betegnes

som kvalificerede investorer, ændres fremover med henblik på at gennemføre prospektdirektivets artikel 2, stk. 1, litra e. Som udgangspunkt vil kvalificerede investorer fremover være finansielle virksomheder, centraladministrationer og centralbanker m.v. Prospektdirektivet åbner som noget nyt mulighed for, at fysiske personer og små og mellemstore virksomheder kan godkendes som kvalificerede investorer, hvis de udtrykkeligt anmoder om det. Der er i direktivet fastsat objektive kriterier for, hvornår fysiske personer kan godkendes som kvalificerede investorer. Kriterierne er jævnlig handel med værdipapirer, en værdipapirportefølje af en vis størrelse samt erhvervs erfaring med investering i værdipapirer. Hvis et medlemsland vælger at gøre brug af muligheden for at godkende fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer, skal de pågældende fysiske personer og små og mellemstore virksomheder optages i et register ifølge prospektdirektivets artikel 2, stk. 3. På den baggrund er der foreslået en hjemmel for Finanstilsynet til at fastsætte regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, bl.a. hvis et udbud af værdipapirer udelukkende rettes mod kvalificerede investorer. Med henblik på at anvende muligheden for at godkende fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer i Danmark er der derudover foreslået en hjemmel til, at Finanstilsynet kan fastsætte regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer, herunder regler om etablering, optagelse og udtrædelse af registret over sådanne kvalificerede investorer.

Prospektdirektivet angiver i artikel 21, stk. 1, at der i hvert medlemsland skal være én central, kompetent, administrativ myndighed, der har ansvaret for forpligtelserne i henhold til direktivet, herunder beføjelser til at godkende prospekterne. I den gældende lov om værdipapirhandel m.v. er det Fondsrådet, der er den overordnede myndighed på området. Fondsrådet har dog med hjemmel i lov nr. 427 af 6. juni 2002, og bekendtgørelse nr. 354 af 15. maj 2003 delegeret området for prospektgodkendelse for værdipapirer, der anmodes optaget på en fondsbørs, til Københavns Fondsbørs A/S i delegationsaftale af 7. maj 2003 mellem Fondsrådet og Københavns Fondsbørs A/S. Fondsrådets kompetence er ved lov nr. 491 af 9. juni 2004 blevet ændret, således at det fra 1. januar 2005 vil være Finanstilsynet, der bliver den overordnede myndighed vedrørende godkendelse af prospekter. På den baggrund vil Finanstilsynet være den centrale, kompetente, administrative myndighed efter artikel 21.

Efter artikel 21, stk. 2, kan den kompetente myndighed uddelegere opgaver, men dog kun frem til 31. december 2011. Uddelegering af opgaver vedrørende offentliggørelse af prospekter kan dog ske også efter denne dato. Beføjelserne vedrørende godkendelse af prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering på en fondsbørs, er jf. ovenfor, i øjeblikket uddelegeret til Københavns Fondsbørs A/S ved delegationsaftale af 7. maj 2003. Aftalen om delegation løber, indtil den fra en af parternes side opsiges med et varsel på 12 måneder. Denne delegation videreføres med lovforslaget, idet bestemmelserne i lov om værdipapirhandel m.v., der omfatter uddelegering af beføjelser til at godkende prospekter fastholdes uændret på nuværende tidspunkt. Bestemmelserne skal dog ændres inden 31. december 2011, hvor muligheden for delegation udløber. Fastsættelse af tidspunkt for ophør af delegationen og selve overgangen af prospektgodkendelsen for børsnoterede værdipapirer til Finanstilsynet vil ske i tæt samarbejde mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs A/S.

4.3. Øvrige ændringer

Der foreslås en ændring af redaktionel karakter af lovens § 14, stk. 4. Ændringen skal sikre overensstemmelse mellem lovens regler om koncerninterne transaktioner og de tilsvarende regler i lov om finansiel virksomhed.

Som følge af sammenlægningen af Finansstyrelsen og Økonomistyrelsen foreslås det, at henvisningerne i lovens § 54, stk. 2, og § 62, stk. 1, nr. 5, ændres fra »Finansstyrelsen« til »Økonomistyrelsen«.

5. Økonomiske og administrative konsekvenser for det offentlige

Lovforslaget indebærer en mere detaljeret regulering af forhold, der efter den gældende lov om værdipapirhandel m.v. alene er undergivet en overordnet regulering. Desuden medfører lovforslaget på nogle områder ny regulering af aktiviteter, der ikke hidtil har været genstand for regulering. Lovforslaget vil derfor medføre behov for øgede ressourcer i Finanstilsynet til kontrol og håndhævelse af de nye regler.

Det skønnes, at en gennemførelse af lovforslaget vil medføre et behov for 4 årsværk i Finanstilsynet fra 2005. 3 årsværk er en følge af gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet, og 1 årsværk er en følge af gennemførelsen af prospektdirektivet. De samlede udgifter hertil udgør 2,8 mio., heraf 1,6 mio. lønsum.

De 3 årsværk vedrørende markedsmisbrugsdirektivet skal anvendes til at håndhæve og kontrollere overholdelsen af de nye regler i lovens kapitel 7 og 10. Der vil først og fremmest blive behov for øgede ressourcer til at påse overholdelsen af de nye regler om udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser. Der vil også blive behov for øgede ressourcer som følge af de nye regler om anmeldelse af mistænkelige transaktioner til Finanstilsynet, som skal modtage og behandle indkomne anmeldelser. Finanstilsynet skal påse overholdelsen af de foreslåede nye og detaljerede regler for virksomhedernes tilbagekøb af egne aktier og stabilisering af kursen på værdipapirer. Endelig skønnes det, at de nye og mere detaljerede regler om kursmanipulation vil medføre et øget forbrug af ressourcer hos Finanstilsynet til en intensiveret overvågning af markedet.

Lovforslaget indebærer endvidere, at Finanstilsynet fremover vil skulle godkende flere prospekter end i dag, idet prospekter for danske selskaber, som ønsker at blive optaget til notering eller handel på et udenlandsk reguleret marked, vil skulle godkendes af Finanstilsynet. Endvidere må det påregnes, at behandlingen af ansøgninger om prospektgodkendelser for værdipapirer, der skal optages til notering eller handel på et reguleret marked i Danmark, og for offentlige udbud over 2.500.000 EUR af værdipapirer indebærer et øget ressourcebehov for Finanstilsynet, da disse prospekter som følge af de foreslåede nye krav til prospekter vil blive mere omfattende end i dag. Opgaven med at godkende prospekter for værdipapirer, der skal optages til notering på Københavns Fondsbørs A/S, er i øjeblikket uddelegeret til Københavns Fondsbørs A/S, mens Finanstilsynet godkender prospekter for offentlige udbud af værdipapirer. Uddelegering af godkendelsen af prospekter for børsnoterede værdipapirer skal ifølge prospektdirektivet senest ophøre 31. december 2011. Når uddelegeringen ophører, vil Finanstilsynet få brug for ressourcer til varetagelse af denne opgave.

Endelig medfører gennemførelsen af prospektdirektivet en forpligtelse for Finanstilsynet til at offentliggøre en liste over godkendte prospekter én gang årligt.

Lovforslaget indebærer ligeledes et øget ressourcebehov for Finanstilsynet til at oprette og føre et register for fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer, og herunder påse at ansøgere opfylder kriterierne for optagelse i registeret. Det er foreslået, at varetagelsen af denne opgave brugerfinansieres ved opkrævning af et fast beløb pr. ansøgning.

Det foreslås også, at udgifterne forbundet med Finanstilsynets godkendelse af prospekter skal brugerfinansieres ved opkrævning af en afgift fra den, der anmoder om godkendelse af et prospekt. Afgiften fastsættes under hensyntagen til det ressourceforbrug, der i almindelighed medgår ved behandling af et prospekt. Hjemlen til at opkræve disse afgifter foreslås indsat i lov om finansiel virksomhed.

De øvrige opgaver, der følger af lovforslagets bestemmelser, finansieres ved opkrævning af afgifter fra virksomheder under tilsyn i overensstemmelse med bestemmelserne i kapitel 22 i lov om finansiel virksomhed.

6. Erhvervsøkonomiske og administrative konsekvenser for erhvervslivet

Forslaget forventes samlet set at få begrænsede økonomiske konsekvenser for erhvervslivet.

Lovforslaget har til formål at fremme tilliden til de finansielle markeder, fremme beskyttelsen af investorerne og lette virksomhedernes adgang til kapital, og lovforslaget er et vigtigt element i skabelsen af et indre marked for finansielle tjenesteydelser i EU.

Lovforslaget indebærer ændringer, der bidrager til harmoniseringen i EU af kravene til udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af prospekter for alle typer af værdipapirer, som normalt handles på et reguleret marked eller udbydes til offentligheden. Endvidere vil en udsteder af et værdipapir på baggrund af blot én godkendelse i henhold til prospektdirektivet kunne udbyde værdipapirer i hele EU. Dette vil spare tid og omkostninger.

Udstedere, der skal have værdipapirer optaget til handel på en autoriseret markedsplads, og udstedere, som foretager udbud af værdipapirer over 2.500.000 EUR til offentligheden, vil blive omfattet af de høje krav til prospekter, som følger af prospektdirektivet. I dag er de omfattet af mere lempelige danske regler. Dette vil

betyde øgede omkostninger til udarbejdelsen af prospektet. For udstedere, hvis værdipapirer søges optaget til notering eller handel på en dansk fondsbørs, skønnes de nye regler ikke at medføre væsentlige ændringer af den dermed forbundne byrde.

Lovforslaget indebærer, at den, som anmoder om Finanstilsynets godkendelse af et prospekt i henhold til lov om værdipapirhandel mv. kap. 6, for fremtiden skal betale en afgift på 50.000 kr. til Finanstilsynet. Ligeledes vil fysiske og juridiske personer, som søger om optagelse i registeret for kvalificerede investorer skulle betale en afgift på 1.000 kr. til Finanstilsynet. Bestemmelserne om disse afgifter findes i lovforslagets § 2, nr. 1.

Det forventes, at de foreslåede ændringer af de gældende regler om insiderregisteret vil indebære en lempelse af de administrative byder for erhvervslivet. Udstedere af værdipapirer vil efter forslaget ikke længere skulle lave daglige nettoopgørelser og kvartalsopgørelser over ledende medarbejders handler med selskabets værdipapirer.

Forslaget forventes at indebære øgede administrative byrder for virksomheder, der som følge af forslaget undergives de nye regler om udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser.

Forslaget forventes endvidere at kunne få erhvervsøkonomiske konsekvenser for de finansielle virksomheder i form af øgede økonomiske bidrag til kontrollen med overholdelsen af de nye regler.

7. Miljømæssige konsekvenser

Lovforslaget vurderes ikke at have miljømæssige konsekvenser.

8. Forholdet til EU-retten

Lovforslaget indeholder bestemmelser, der gennemfører Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), EU-Tidende 2003, nr. L 96, s. 16, Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, EU-Tidende 2003, nr. L 345, s. 64, dele af Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, EU-Tidende 2003, nr. L 339, s. 70, og dele af Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over insidere, anmeldelse af ledende medarbejders transaktioner og af mistænkelige transaktioner, EU-Tidende 2004, nr. L 162, s. 70.

9. Høring

Lovforslaget har forud for fremsættelsen været i høring hos følgende myndigheder og organisationer:

...

Vurdering af konsekvenser af lovforslaget

	Positive konsekvenser/mindre udgifter (hvis ja, angiv omfang)	Negative konsekvenser/merudgifter (hvis ja, angiv omfang)
Økonomiske konsekvenser for stat, kommuner og amtskommuner	Ingen	Ja 4 årsværk til Finanstilsynet. Finanstilsynets udgifter afholdes af virksomheder under tilsyn samt af fysiske og juridiske personer, som søger om godkendelse af visse prospekter eller om optagelse i registeret for kvalificerede investorer.
Administrative konsekvenser for	Ingen	Ja, angivet ovenfor

stat, kommuner og amtskommuner		
Økonomiske konsekvenser for erhvervslivet	Ja Strukturel økonomisk konsekvens som følge af en lettere adgang til at tilvejebringe kapital på et harmoniseret europæisk marked for værdipapirer.	Ja, i kraft af øget betaling af bidrag og afgifter samt øgede krav til indholdet af prospekter vedrørende udbud over 2.500.000 EUR af værdipapirer.
Administrative konsekvenser for erhvervslivet	Ja, der skal ikke længere foretages nettoopgørelser af ledende medarbejders handler.	Ja, de nye regler om finansielle analyser vil få mindre administrative konsekvenser.
Miljømæssige konsekvenser	Ingen	Ingen
Administrative konsekvenser for borgerne	Ja, det europæiske niveau for forbrugerbeskyttelse på værdipapirhandelsområdet hæves	Ingen
Forholdet til EU-retten	Lovforslaget indeholder bestemmelser, der gennemfører direktiver på det finansielle område. Der henvises i øvrigt til afsnittet »Forholdet til EU-retten«.	

Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser

Til § 1

Til nr. 1

Det foreslås i overensstemmelse med Justitsministeriets vejledning nr. 134 af 2. december 2002 om notehenvisninger i love og administrative forskrifter, der gennemfører EF-retsakter m.v., at der i lovens EU-note tilføjes henvisninger til de direktiver, der gennemføres ved lovforslaget.

Til nr. 2

Prospektdirektivet indeholder en række definitioner i artikel 2. Nogle af definitionerne vedrører begreber, der også anvendes på andre forhold end prospekter. Definitionerne af kapitalandele og ikke-kapitalandele har dog betydning for afgrænsningen af hvilke værdipapirer, der er omfattet af prospektreglerne i kapitel 6. Det anses derfor for vigtigt, at definitionerne er indeholdt i lov om værdipapirhandel m.v. På den baggrund foreslås det at indsætte en ny § 2 a, der angiver, hvad der forstås ved kapitalandele og ikke-kapitalandele i reglerne om prospekter i kapitel 6.

Prospektdirektivet indeholder derudover en definition af offentlige udbud af værdipapirer i artikel 2, stk. 1, litra d. Der er ikke i de to tidligere prospektdirektiver eller i de gældende danske regler fastsat en definition af, hvad der forstås ved et offentligt udbud af værdipapirer. Definitionen af offentlige udbud af værdipapirer berører anvendelsesområdet for reglerne om pligten til at offentliggøre et prospekt, hvorfor det er hensigtsmæssigt, at definitionen indsættes i lov om værdipapirhandel m.v. På den baggrund gennemføres prospektdirektivets art. 2, stk. 1, litra d i den foreslåede § 2 b. Definitionen svarer til, hvad der i Danmark i praksis forstås ved et offentligt udbud af værdipapirer. Det vil sige, at den, der udbyder, skal foretage sig noget aktivt for, at der er tale om en henvendelse til offentligheden. Der er ikke tale om et udbud til offentligheden, hvis en investor retter henvendelse til udstederen, og udstederen forinden intet har foretaget sig i relation til investor. Hvis der er kommet et led ind mellem udstederen og investorerne, som f.eks. en finansiell virksomhed, kan der også være tale om et udbud af værdipapirer til offentligheden. Det afgørende er, at tilstrækkelige oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer er blevet gjort tilgængelige for offentlige-

den, så en investor kan træffe beslutning om tegning eller køb af de pågældende værdipapirer. Sådanne oplysninger kan bl.a. omfatte værdipapirenes kendetegn og rettigheder og udbudsprisen på de pågældende værdipapirer samt oplysninger om, hvor der kan tegnes, og hvordan tegningen vil foregå.

[D]: Lovforslagets kriterium om, at et udbud til offentligheden for at anses som sådan forudsætter at udbyderen afgiver "...fyldestående oplysninger om udbudsbetingelserne og de udbudte værdipapirer..." åbner en ladeport for omgåelse. En opfordring til køb, tegning eller tilsagn om tegning af værdipapirer kan rettes mod offentligheden uden afgivelse af fyldestående oplysninger, eller i hvert fald vil kriteriet kunne give anledning til væsentlig fortolkningstvivl og måske også kunne virke vildledende for en udbyder som ikke har tilstrækkelig juridisk rådgivning. Det er herudover væsentligt at bestemmelsen skal kunne anvendes som grundlag for straf, og dermed vil fortolkningstvivl komme udbyderen til gunst.

Det foreslås at ordlyden i lovteksten strammes op så kriterierne for hvad der er udbud til offentligheden gøres ganske klare, og at de vejledende omstændigheder som der kan lægges vægt på, ved afgørelsen heraf indsættes i bemærkningerne. Umiddelbart forekommer det mere nærliggende at lægge vægt på, at der "ved udbud af værdipapirer til offentligheden forstås enhver henvendelse til fysiske og juridiske personer i enhver form og ad enhver vej der kan forstås som en opfordring til køb, tegning eller afgivelse af tilsagn om tegning af værdipapirer." Man vil så herefter kunne referere til det fyldestående beslutningsgrundlag i bemærkningerne.]

I vurderingen af, om der foreligger et offentligt udbud, gør det ikke nogen forskel på hvilken måde, oplysningerne bliver gjort offentligt tilgængelige.

Endelig skal udbuddet være rettet mod en større og bredere kreds af personer. I henhold til den foreslåede § 23, stk. 8 (forslagets § 1, nr. 5), fastsætter Finanstilsynet regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt. Denne hjemmel er også indeholdt i den gældende lov for så vidt angår offentlige udbud af værdipapirer. I de gældende danske regler er der ikke pligt til at offentliggøre et prospekt, hvis et udbud af værdipapirer omfatter en mindre kreds af fysiske og juridiske personer. Ved en mindre kreds forstås i dag 10-15 fysiske eller juridiske personer. Finanstilsynet vil i medfør af hjemlen i den foreslåede § 23, stk. 8, fastsætte en regel om, at når udbud til offentligheden af værdipapirer retter sig til færre end 100 fysiske og juridiske personer, vil sådanne udbud ikke være omfattet af pligten til at offentliggøre et prospekt. Reglen gennemfører prospektdirektivets artikel 3, stk. 2, litra b om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt for visse udbud og vil finde anvendelse på offentlige udbud over 2.500.000 EUR. I en række lande inden for Den Europæiske Union ligger grænsen i dag mellem 50 og 200 fysiske og juridiske personer, hvilket er baggrunden for, at prospektdirektivet indeholder en grænse på 100 fysiske og juridiske personer. Prospektdirektivets artikel 3, stk. 2, litra b, vil sammen med de andre undtagelser i direktivets artikel 3, stk. 2, om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt således blive fastsat i en bekendtgørelse.

Til nr. 3

Bestemmelsen om koncerninterne transaktioner i lov om finansiel virksomhed § 181, stk. 1, er ændret ved § 1, nr. 40, i lov nr. 365 af 19. maj 2004 i forbindelse med gennemførelsen af konglomeratdirektivet. Det foreslås på den baggrund, at den tilsvarende bestemmelse om koncerninterne transaktioner i lov om værdipapirhandel m.v. § 14, stk. 4, ændres, således at bestemmelsens indhold bliver i overensstemmelse med indholdet af bestemmelsen i lov om finansiel virksomhed § 181, stk. 1.

Til nr. 4

Den foreslåede ændring er en konsekvens af, at reglerne for prospektudarbejdelse og -godkendelse i kapitel 6 foreslås ændret, således at bestemmelserne om godkendelse af prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering på en fondsbørs fremover også finder anvendelse i forbindelse med optagelse af værdipapirer til handel på en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked og på offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 EUR. Udover bestemmelser om godkendelse af prospekter indholder kapitel 6 også bestemmelser om de øvrige betingelser for optagelse af værdipapirer til notering på en fondsbørs. Disse bestemmelser foreslås ikke ændret.

Til nr. 5

Med gennemførelsen af prospektdirektivet indføres der ens regler for prospekter for offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 EUR og for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedspads og tilsvarende regulerede markeder. Den gældende *stk. 1*, foreslås på denne baggrund ændret, således at kapitel 6 i lov om værdipapirhandel m.v. fremover også finder anvendelse på prospekter for offentlige udbud over 2.500.000 EUR af værdipapirer. Det er kursværdien af det offentlige udbud, der skal lægges til grund ved vurderingen af, om et udbud er over eller under 2.500.000 EUR.

Den foreslåede *stk. 2*, svarer til den gældende *stk. 1*. Det er dog tilføjet, at investorerne også skal kunne danne sig et velbegrunderet skøn over en eventuel garant med henblik på at følge direktivets ordlyd i artikel 5, *stk. 1*.

Den foreslåede *stk. 3*, gennemfører definitionen af et værdipapir i prospektdirektivets artikel 2, *stk. 1*, litra a. Definitionen har betydning for hvilke værdipapirer, der er omfattet af bestemmelserne i direktivet. Bestemmelsen fastsætter på den baggrund hvilke værdipapirer, som reglerne i kapitel 6 om pligten til at offentliggøre et prospekt finder anvendelse på.

Den foreslåede *stk. 4*, gennemfører prospektdirektivets artikel 1, *stk. 2*, litra a-h og j, der omhandler de typer af værdipapirer, der er undtaget fra prospektdirektivets bestemmelser. Det er andele i investeringsforeninger og specialforeninger m.v., værdipapirer, der med henblik på at skaffe midler til almennyttige formål, udstedes af statsanerkendte organisationer, hjemmehørende i et medlemsland eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Derudover er det værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes af et medlemsland eller af et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder, samt værdipapirer dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra et medlemsland eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område eller af en af det pågældende lands regionale eller kommunale myndigheder. Endvidere er det kapitalandele i medlemslandenes centralbanker og værdipapirer, der indgår i et offentligt udbud, hvor hele udbuddet er under 2.500.000 EUR. Endelig er det værdipapirer, der ikke er kapitalandele og udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter under forudsætning af, at visse betingelser er opfyldt, samt værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som udstedes løbende eller ad gentagne gange af kreditinstitutter, hvor hele udstedelsen er under 5.000.000 EUR under forudsætning af, at visse betingelser er opfyldt. Den foreslåede bestemmelse angiver således hvilke værdipapirer, der ikke er omfattet af bestemmelserne i kapitel 6 om pligten til at offentliggøre et prospekt. Dette indebærer, at udstedere af de i bestemmelsen nævnte værdipapirer er undtaget fra pligten til at offentliggøre et prospekt i medfør af prospektdirektivet. For de nævnte værdipapirer kan der fastsættes nationale regler om udarbejdelse og offentliggørelse af et prospekt. Prospekter, der er udarbejdet efter nationale regler, kan dog ikke få et EU-pas. At et prospekt har fået et EU-pas vil sige, at et prospekt, der er godkendt og offentliggjort i hjemlandet, også er gyldigt i de øvrige lande inden for Den Europæiske Union, eller lande som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Der foreslås fastsat nationale regler for offentlige udbud under 2.500.000 af værdipapirer, jf. forslagens § 1, nr. 14 og 15.

Den foreslåede *stk. 5*, gennemfører prospektdirektivets artikel 1, *stk. 3*, der er en undtagelse til bestemmelsen i artikel 1, *stk. 2*, den foreslåede *stk. 4*. Ifølge prospektdirektivets artikel 1, *stk. 3*, kan udstedere og udbydere af værdipapirer vælge at udarbejde et prospekt i overensstemmelse med direktivets bestemmelser med henblik på at få et prospekt godkendt, selv om de pågældende værdipapirer er undtaget fra direktivet. Dette indebærer, at sådanne prospekter, til forskel fra prospekter, udarbejdet efter nationale regler, kan få et EU-pas. Den foreslåede bestemmelse fastsætter på den baggrund, for hvilke værdipapirer, der kan udarbejdes et prospekt i overensstemmelse med bestemmelserne i kapitel 6.

Den foreslåede *stk. 6*, svarer til den gældende *stk. 2* om, at et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter om prospekters indhold. Prospektet skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Hjemlen for Finanstilsynet til at fastsætte nærmere regler foreslås præciseret i *stk. 7*. Forslaget om at give Finanstilsynet hjemmel til at fastsætte nærmere regler om prospekters indhold, format sprog, annoncering og gyldighed følger princippet i den gældende danske lovgivning, hvor de overordnede bestemmelser om godkendelse af prospekter findes i lov om værdipapirhandel m.v., mens bestemmelser af teknisk karakter er fast-

sat på bekendtgørelsesniveau. I bekendtgørelse nr. 330 af 23. april 1996 om kravene til det prospekt, der skal offentliggøres, inden værdipapirer kan optages til notering på en fondsbørs (børsprospektbekendtgørelsen), er der fastsat bestemmelser om prospekters indhold, undtagelser fra pligten til at offentliggøre et prospekt, udeladelse af visse oplysninger i prospektet, offentliggørelse af prospektet, herunder annoncering samt internationalt samarbejde og gensidig anerkendelse af prospekter inden for Den Europæiske Union. Fremover skal der gælde ens regler for prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked samt prospekter for offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 EUR. På den baggrund fastsætter Finanstilsynet regler i medfør af den foreslåede stk. 7, der omfatter begge typer af prospekter.

Det foreslås, at Finanstilsynet i medfør af den foreslåede stk. 7, som noget nyt fastsætter regler om prospektets format og gyldighed. Reglerne, som Finanstilsynet vil fastsætte, gennemfører prospektdirektivets artikel 5, om prospektets format og artikel 9, om prospektets gyldighed. Med henblik på at bevare strukturen med de overordnede bestemmelser i lov om værdipapirhandel m.v. og de tekniske bestemmelser på bekendtgørelsesniveau foreslås hjemlen udvidet til at fastsætte regler om prospektets format og gyldighed frem for at indsætte reglerne i lov om værdipapirhandel m.v.

Finanstilsynet vil på den baggrund fastsætte regler om, at et prospekt kan udarbejdes som ét dokument eller i tre særskilte dokumenter. Der stilles samme krav til indholdet af prospektet, hvad enten det er i ét eller i tre dokumenter. Hvis en udsteder vælger at udarbejde et tredelt prospekt, skal det indeholde et registreringsdokument, en værdipapirnote og et resumé. Registreringsdokumentet skal indeholde de vigtigste forhold og risici ved den pågældende udsteder, og værdipapirnoten skal indeholde oplysninger om værdipapirerne. Resuméet skal indeholde de vigtigste forhold og risici ved den pågældende udsteder og værdipapirer i et ikke-teknisk sprog, jf. prospektdirektivets artikel 5, stk. 2. Der er endvidere krav om, at det skal indeholde en advarsel om, at de fysiske eller juridiske personer, som har indsendt resuméet og anmodet om godkendelse heraf, kan ifalde et erstatningsansvar, men kun såfremt det er misvisende, ukorrekt eller uoverensstemmende, når det læses sammen med de andre dele af prospektet. Artikel 5, stk. 2, i direktivet vedrører krav om, hvad der indholdsmæssigt skal fremgå af resuméet, og er ikke i sig selv en regulering af det erstatningsansvarlige ansvar.

Endvidere vil Finanstilsynet i medfør af den foreslåede stk. 7, fastsætte regler om, at et godkendt prospekt er gyldigt i 12 måneder efter offentliggørelsen af prospektet. Prospekter for værdipapirer, som nævnt i den foreslåede § 2 a, stk. 2, der udstedes løbende eller ad gentagne gange, er dog gyldige indtil de pågældende værdipapirer ikke længere udstedes, jf. prospektdirektivets artikel 9, stk. 3. De danske realkreditobligationer vil være omfattet af denne undtagelsesbestemmelse.

Den foreslåede stk. 8, indeholder en hjemmel for Finanstilsynet til at fastsætte regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, herunder regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer. Reglerne, som Finanstilsynet vil fastsætte, gennemfører prospektdirektivets artikel 3 om, at visse udbud er undtaget for pligten til at offentliggøre et prospekt. De nævnte udbud er omfattet af direktivets bestemmelser, men der er ikke pligt til at offentliggøre et prospekt. Der kan således ikke fastsættes nationale regler om, at der skal offentliggøres et prospekt for sådanne udbud. Det drejer sig bl.a. om udbud, der udelukkende udbydes til kvalificerede investorer, udbud rettet til færre end 100 fysiske eller juridiske personer, samt udbud hvor investor skal tegne værdipapirer for mere end 50.000 EUR.

[DI: Det foreslås, at Finanstilsynet overvejer hvorvidt kravet om, at der ikke er prospektpligt for tegning af værdipapirer for mere end € 50.000 skal forstås således, at de €50.000 mindst er værdien af den indbetalte kapital. Herved ekskluderes muligheden for, at selskabsandele omfattes af undtagelsen i tilfælde hvor den pålydende værdi af den tegnede værdi overstiger € 50.000 men den ved tegningen indbetalte kapital udgør væsentligt mindre end € 50.000. fx ved tegning af kommanditselskabsandele og andre værdipapirer som ikke kræver indbetaling ved tegning. Nogle af de udbud som har haft pressens bevågenhed har således vedrørt tegning af kapitalandele som nok har et betydeligt pålydende, men hvor indbetalingspligten først indtræder ved senere påkrav fra selskabet.]

I henhold til de gældende danske prospektregler er der ikke pligt til at offentliggøre et prospekt, hvis der udbydes værdipapirer udelukkende til kvalificerede investorer. Afgrænsningen af hvilke investorer, der kan betegnes som kvalificerede investorer, vil dog blive ændret i de regler, som Finanstilsynet fremover vil fast-

sætte med henblik på at gennemføre prospektdirektivets artikel 2, stk. 1, litra e. Som udgangspunkt vil kvalificerede investorer fremover være finansielle virksomheder, centraladministrationer, centralbanker investeringsbanker samt større virksomheder m.v. Prospektdirektivet åbner derudover mulighed for, at fysiske personer og små og mellemstore virksomheder kan godkendes som kvalificerede investorer. Det er op til hvert enkelt medlemsland at gøre brug af denne mulighed. Der er dog i direktivet fastsat objektive kriterier for, hvornår fysiske personer kan godkendes som kvalificerede investorer, hvis muligheden anvendes. Kriterierne er jævnlig handel med værdipapirer (i gennemsnit 10 handler pr. kvartal i de foregående 4 kvartaler), en værdipapirportefølje på over 500.000 EUR samt erhvervs erfaring i mindst ét år med investering i værdipapirer. To ud af de tre kriterier skal være opfyldt, for at fysiske personer kan godkendes som kvalificerede investorer. Derudover er det et krav, at den fysiske person udtrykkeligt anmoder om at blive godkendt som kvalificeret investor.

Små og mellemstore virksomheder kan endvidere optages i registret for kvalificerede investorer, hvis de udtrykkeligt anmoder om det. Der vil blive indsat en definition af små og mellemstore virksomheder i samme bekendtgørelse, hvori de øvrige regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder vil blive fastsat. Definitionen gennemfører prospektdirektivets artikel 2, stk. 1, litra f, der indeholder tre kriterier for, hvad der forstås ved små og mellemstore virksomheder. Virksomheden skal således gennemsnitligt have mindre end 250 antal ansatte i løbet af regnskabsåret, en samlet balance på mindre end 43.000.000 EUR og en årlig omsætning på mindre end 50.000.000. Virksomheder, der opfylder to af disse kriterier, betegnes som små og mellemstore virksomheder.

På den baggrund er der foreslået en hjemmel i stk. 8, for Finanstilsynet til at fastsætte regler om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, bl.a. hvis et udbud af værdipapirer udelukkende rettes mod kvalificerede investorer. Med henblik på at anvende muligheden for at godkende fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer i Danmark er der derudover foreslået en hjemmel i stk. 8, til at Finanstilsynet kan fastsætte regler om godkendelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer.

Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er godkendt som kvalificerede investorer, skal ifølge prospektdirektivets artikel 2, stk. 3, optages i et register, hvis et medlemsland vælger at gøre brug af muligheden for at godkende fysiske personer og små og mellemstore virksomheder som kvalificerede investorer. Oplysningerne i registreret skal være tilgængelige for samtlige udstedere, men registreret er ikke offentligt tilgængeligt. Hensigten med registreret er at skabe kontakt mellem udstedere af værdipapirer og potentielle investorer, der kan sidestilles med investorer, der i almindelighed klassificeres som institutionelle eller professionelle. Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er godkendt som kvalificerede investorer, kan til enhver tid vælge at træde ud af registreret, hvormed de mister deres status som kvalificerede investorer. På den baggrund er der foreslået en hjemmel til, at Finanstilsynet fastsætter regler om etablering, optagelse og udtrædelse af dette register.

Det vil blive fastsat, at det er Finanstilsynet, der skal føre registreret. Med hensyn til optagelse af fysiske personer og små og mellemstore virksomheder i registret kan Finanstilsynet kun godkende fysiske personer, der er bosiddende i Danmark samt små og mellemstore virksomheder, der er registreret i Danmark som kvalificerede investorer. Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder, der er godkendt i et andet land inden for Den Europæiske Union, eller lande som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, har også status i Danmark som kvalificerede investorer. Denne gensidige anerkendelse af kvalificerede investorer er fastsat i prospektdirektivets artikel 2, stk. 1, nr. 2.

[DI: I prospektdirektivets art. 1, stk. 1 litra f nr. v anføres det, at en medlemsstat kan vælge at godkende SMV'er, der er registreret i den pågældende medlemsstat hvis de udtrykkeligt anmoder herom, som kvalificerede investorer. Anvendelsen af begrebet "registreret i den pågældende medlemsstat er ikke ganske klar. Vi formoder at der sigtes til, at selskabet er registreret i det pågældende lands selskabsregister. I den forbindelse vil det være hensigtsmæssigt at det afklares, som der ved registrering alene sigtes til registrering ved primær etablering, eller om filialregistrering ved sekundær etablering kan omfattes af begrebet "registreret" således som dette skal forstås efter prospektdirektivets art. 1 stk. 1 litra f nr. v. Anvendelse af den sidstnævnte forståelse vil være egnet til at fremme formålet med Domstolens domme i triaden, Centros, Überseering og Inspire-Arts. Omsat til praksis er spørgsmålet om en dansk virksomhed, som vælger at drive virksomhed fx som

et private limited company (Ltd) ved sekundær etablering og som dermed er registreret såvel i UK som i Danmark, men som har sit hovedsæde i Danmark, skal registreres som kvalificeret investor i Danmark, i UK eller om der er valgfrihed.]

Det vil ligeledes blive fastsat, at Finanstilsynet foretager en kontrol af, om ansøgere opfylder kriterierne ved optagelse i registreret. Finanstilsynet vil dog ikke føre ikke en løbende kontrol med, om de registrerede til stadighed opfylder kriterierne.

Fysiske personer og små og mellemstore virksomheder betegnes som kvalificerede investorer, når de pågældende er optegnet i registreret på det tidspunkt, hvor udbuddet af værdipapiret foretages. Hvis de pågældende tegner værdipapirer og efterfølgende udtræder af registret for kvalificerede investorer, er de dog bundet af tegningen på samme vilkår som øvrige investorer, der har tegnet de pågældende værdipapirer. Der er således ikke en fortrydelsesret forbundet med udtrædelse af registret.

Til nr. 6

Der foreslås indsat en ny § 23 a, der gennemfører prospektdirektivets artikel 13 om fristen for den kompetente myndighed til at behandle en ansøgning om godkendelse af et prospekt. Lov om værdipapirhandel m.v. indeholder ikke i dag frister for myndigheden til at behandle en ansøgning om godkendelse af et prospekt. Den gældende § 23, stk. 3, er flyttet til den foreslåede stk. 1, med henblik på at samle bestemmelserne om den kompetente myndigheds godkendelse af et prospekt. Københavns Fondsbørs A/S har i dag fået uddelegeret prospektgodkendelsen for så vidt angår prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering på en fondsbørs. I det omfang Københavns Fondsbørs A/S får uddelegeret beføjelser til at godkende prospekter for fremtiden, skal Københavns Fondsbørs A/S også overholde de frister, der er angivet i § 23 a. Dette vil blive fastsat i delegationsaftalen mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs A/S.

Det er angivet i den foreslåede stk. 2, at den kompetente myndighed indenfor ti arbejdsdage skal træffe afgørelse om, hvorvidt et prospekt kan godkendes, jf. prospektdirektivets artikel 13, stk. 2. Fristen løber fra det tidspunkt, hvor Finanstilsynet har fået ansøgningen i hænde. Hvis en udsteder ikke har værdipapirer optaget til notering eller handel eller ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden, forlænges fristen til 20 arbejdsdage, hvilket er fastsat i den foreslåede stk. 3. Bestemmelsen gennemfører prospektdirektivets artikel 13, stk. 3.

Den foreslåede stk. 4, der gennemfører prospektdirektivets artikel 13, stk. 4, fastsætter endvidere, at fristen sættes i bero, hvis der er en rimelig grund til at antage, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige eller, at der er behov for yderligere oplysninger. Fristen løber således først fra den dato, hvor manglende oplysninger er tilvejebragt. I tilfælde af, at fristen sættes i bero på grund af utilstrækkelige eller manglende oplysninger, skal Finanstilsynet give den pågældende udsteder eller udbyder meddelelse inden for ti arbejdsdage efter indsendelsen af ansøgningen om prospektgodkendelsen.

[DI: Vi lægger for god ordens skyld til grund, at en meddelelse om, at de indsendte dokumenter er ufuldstændige eller utilstrækkelige er en afgørelse i forvaltningslovens forstand, og at der således dels er krav om partshøring, dels er krav om en begrundelse for meddelelsen, herunder en præcis angivelse af på hvilke punkter det indleverede prospekt er ufuldstændigt.]

Vi har i den forbindelse forståelse for, at bestemmelsen vel sjældent vil blive benyttet da det er vores indtryk at der vil være en dialog mellem udstederen, udstederens rådgivere og Københavns Fondsbørs om prospektets udarbejdelse. Men for det tilfælde at bestemmelsen bringes i anvendelse bør spørgsmålet rimeligvis være afklaret, hvilket passende kan ske ved at spørgsmålet blot nævnes i bemærkningerne.

Når spørgsmålet rejses her, er det fordi der anvendes begrebet "giver den pågældende meddelelse herom". I den forbindelse ønsker vi blot at sikre, at der er enighed om, at afgivelsen af meddelelse til en adressat forudsætter en forudgående beslutning herom i Finanstilsynet hvilket må karakteriseres som en afgørelse.]

Den foreslåede stk. 5, gennemfører prospektdirektivets artikel 13, stk. 5 om henvisning af prospektgodkendelsen til en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union. En sådan bestemmelse findes ikke i de gældende danske regler. Bestemmelsen om henvisning skal ses i sammenhæng med

EU-passet for prospekter. Som følge af de harmoniserede regler bør det ikke gøre nogen forskel, i hvilket land et prospekt godkendes.

Hensigten med bestemmelsen er at tage højde for den situation, hvor prospektet ifølge reglerne om hjemlandstilsyn skal behandles af en kompetent myndighed i et bestemt land, men at denne myndighed vurderer, at en anden myndighed i et andet land har større kompetence, f.eks. på grund af mere erfaring med den pågældende type af værdipapirer eller udstedere. Det vil derfor være mere hensigtsmæssigt, at denne anden kompetente myndighed behandler prospektansøgningen. Beslutningen om henvisning skal tages i samarbejde med den myndighed, der henvises til, idet henvisning af en prospektgodkendelse forudsætter, at den myndighed, som prospektgodkendelsen henvises til, giver tilsagn herom. Hvis en prospektansøgning henvises til en anden kompetent myndighed, skal dette meddeles udstederen, udbyderen eller den person, der anmoder om optagelse til handel, indenfor tre arbejdsdage efter, at Finanstilsynet har truffet beslutning om henvisningen.

Når en prospektgodkendelse henvises til en anden kompetent myndighed, løber fristen for godkendelsen af prospektet fra den dato, hvor den kompetente myndighed har truffet beslutning om henvisning.

Til nr. 7

Med den foreslåede ændring tages der højde for, at både prospekter for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på et reguleret marked og offentlige udbud over 2.500.000 EUR skal offentliggøres, inden udbud kan finde sted. Dette er i overensstemmelse med stk. 1 i den gældende bestemmelse i § 24, for så vidt angår værdipapirer, der skal optages til notering på en fondsbørs og i § 46, for så vidt angår andre offentlige udbud.

Til nr. 8

Med de foreslåede bestemmelser i § 27 gennemføres en række regler i markedsmisbrugsdirektivet samt i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. De foreslåede regler omhandler indholdet af den løbende oplysningsforpligtelse for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, eller for hvilke der er indgivet en anmodning om sådan optagelse. Reglerne i direktiverne nødvendiggør en mere detaljeret lovregulering af den løbende oplysningsforpligtelse, end hvad der er tilfældet i dag. De nye regler i § 27 svarer dog i vidt omfang til, hvad der allerede i dag er gældende for børsnoterede udstedere. Børsnoterede udstedere skal allerede i dag overholde Københavns Fondsbørs egne regelsæt for udstedere, som på en række punkter svarer til de her foreslåede regler. De foreslåede regler vil derfor samlet set ikke betyde en større ændring i forhold til den gældende retstilstand. Dog vil der med de foreslåede regler i bestemmelsens stk. 6 blive indført en adgang for udstedere af værdipapirer til i visse situationer at udsætte offentliggørelsen af intern viden, uden at det er nødvendigt at indhente en forudgående dispensation fra myndighederne. Dette er en ændring i forhold til de gældende regler, hvor en udsættelse af offentliggørelsen kræver forudgående dispensation fra myndighederne.

Bestemmelsen i *stk. 1, 1. pkt.*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 1, første afsnit, og pålægger udstedere en løbende forpligtelse til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører disse udsteders virksomhed.

Formålet med bestemmelsen er at sikre et højt informationsniveau og en effektiv prisdannelse på de værdipapirer, der er optaget på regulerede markeder. Pligten til at offentliggøre intern viden er endvidere af betydning for investorbeskyttelsen og tilliden til de regulerede markeder, idet det herigennem sikres, at samtlige markedsdeltagere har adgang til hurtig og relevant information om ustederne og de værdipapirer, der handles på markederne. Endelig er hurtig offentliggørelse af intern viden medvirkende til at mindske risikoen for misbrug af intern viden i form af insiderhandel.

Det foreslås i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, første afsnit, at anvendelsesområdet for den løbende oplysningsforpligtelse udvides i forhold til den gældende bestemmelse i lovens § 27, stk. 1. Forpligtelsen påhviler efter forslaget således ikke alene udstedere af værdipapirer optaget til notering eller handel på en fondsbørs, men også udstedere af værdipapirer, der handles på en autoriseret markedsplads eller på et tilsvarende reguleret marked.

Desuden vil oplysningsforpligtelsen efter forslaget finde anvendelse allerede fra det øjeblik, hvor en udsteder af værdipapirer anmoder om optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked. En udsteder anses først at have anmodet om optagelse af værdipapirer til notering eller handel på det tidspunkt, hvor der er fremsendt en endelig ansøgning om optagelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked.

Oplysningsforpligtelsen består efter forslaget i forhold til oplysninger, der kan kvalificeres som intern viden jf. herved den foreslåede bestemmelse i § 34, stk. 2 (forslagets § 1, nr. 11). Dette er en ændring i forhold til den gældende regel i § 27, stk. 1, hvorefter oplysningsforpligtelsen angår oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører udsteders virksomhed, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne. Oplysningens forventelige betydning for kursdannelsen indgår som et væsentligt element ved afgrænsningen af begrebet intern viden. Den ændrede formulering af § 27, stk. 1, vil på dette punkt således ikke betyde væsentlige ændringer i forhold til den eksisterende retstilstand. I øvrigt må begrebet intern viden forstås i overensstemmelse med den foreslåede § 34, stk. 2. Der henvises til bemærkningerne hertil.

Det er i den foreslåede bestemmelse præciseret, at det alene er intern viden, der direkte vedrører udsteders virksomhed, som er omfattet af oplysningsforpligtelsen. Det er således ikke alle former for intern viden, som en udsteder måtte komme i besiddelse af, som er omfattet af udstederens oplysningsforpligtelse. Intern viden i form af oplysninger om påtænkte generelle politiske eller økonomiske beslutninger falder således udenfor området af udsteders oplysningsforpligtelse. Det samme vil gælde intern viden om forhold hos konkurrerende virksomheder, da den interne viden her kun indirekte har forbindelse til udsteders virksomhed. I tvivlstilfælde skal der lægges vægt på, om informationen hidrører fra det udstedende selskab, og om der er tale om information, som det udstedende selskab har mulighed for at kontrollere. Kravet om direkte forbindelse mellem informationen og udsteders virksomhed svarer til kravet efter den gældende bestemmelse i lovens § 27, stk. 1, hvorefter udsteders oplysningsforpligtelse alene angår kursfølsomme oplysninger, der vedrører udsteders virksomhed.

Efter forslaget skal offentliggørelse af intern viden, der direkte vedrører virksomheden, ske hurtigst muligt. Dette er i overensstemmelse med ordlyden af markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 1. I den gældende bestemmelse er fristen for offentliggørelse angivet som straks. Uanset at offentliggørelsesfristen med forslaget ændres fra straks til hurtigst muligt, vil der ikke i forhold til de gældende regler ske en væsentlig forlængelse af fristen. Af hensyn til behovet for en effektiv prisdannelse og modvirkning af mulighederne for misbrug af intern viden skal der fortsat foretages en hurtig offentliggørelse af intern viden. Det beror på en konkret vurdering i det enkelte tilfælde, hvor hurtigt offentliggørelsen skal ske.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 1, 2. pkt.*, gennemfører artikel 2, stk. 2, i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. Bestemmelsen formål er nærmere at tage stilling til tidspunktet for oplysningsforpligtelsens indtræden, når den interne viden angår forhold eller beslutninger, der kan være væsentlige præcist at tidsfæste. Dette kan være tilfældet ved indgåelse af kontrakter eller beslutninger om virksomhedsovertagelse m.v. I sådanne situationer fremgår det af den foreslåede bestemmelse, at offentliggørelse skal ske, så snart den pågældende beslutning reelt er truffet. Udsteder kan ikke udsætte offentliggørelsen, til der foreligger en endelig og formelt bindende beslutning eller underskrevet kontrakt, såfremt den endelige beslutning eller underskrivelsen af kontrakten alene må anses som en formalitet.

[D]: Det foreslås, at sidste punktum i det ovenstående afsnit genovervejes rent sprogligt. Det forhold, at fx bestyrelsens godkendelse juridisk er en betingelse er en formalitet i ordets forstand, men det gør det ikke til en mindre juridisk pligt at indhente godkendelsen. Som også anført må kriteriet være at den pågældende beslutning reelt er truffet. Forslagsvis kunne man måske overveje at skrive: "Udsteder kan ikke udsætte offentliggørelsen, til der foreligger en endelig og formelt bindende beslutning eller underskrevet kontrakt, såfremt der er en begrundet formodning for, at den endelige beslutning eller underskrivelsen af kontrakten vil finde sted...". Alternativt "...grund til at formode..."]

Ved afgørelsen af hvornår oplysningsforpligtelsen indtræder, må der foretages en konkret vurdering, hvor der må tages hensyn til markedets interesse i at få hurtig og sikker information om kursrelevante forhold. I den forbindelse skal det også tages i betragtning, at en udsættelse af offentliggørelse af kursrelevante infor-

mationer kan øge risikoen for, at oplysningerne benyttes som grundlag for ulovlig insiderhandel. Omvendt bør der ikke ske offentliggørelse af oplysninger på et tidspunkt, hvor der ikke er sikkerhed for, at de omhandlede forhold eller beslutninger reelt vil blive gennemført. Bestemmelsen må ses i sammenhæng med den foreslåede bestemmelse i stk. 6, hvorefter en udsteder under visse omstændigheder har adgang til at udsætte offentliggørelse af intern viden for at beskytte et igangværende forhandlingsforløb.

Bestemmelsen i *stk. 1, 3. pkt.*, gennemfører artikel 2, stk. 3, i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. Bestemmelsen regulerer den situation, hvor der efterfølgende sker betydelige ændringer i oplysninger, som allerede har været genstand for udsteders offentliggørelse til markedet. I sådanne situationer er udsteder efter den foreslåede bestemmelse underlagt en korrektionspligt. Korrektionspligten indtræder, så snart det må stå udsteder klart, at der er tale om betydelige ændringer, uanset om der endnu består usikkerhed om det præcise indhold af ændringen.

Hvorvidt der er tale om en betydelig ændring, må bero på en konkret vurdering. Der må lægges vægt på, om en efterfølgende offentliggørelse af ændringen må antages at få en mærkbar indvirkning på kursdannelsen på værdipapiret jf. den foreslåede definition af begrebet intern viden i lovens § 34, stk. 2 (forslagets § 1, nr. 11). Bestemmelsen i *stk. 1, 3. pkt.*, medfører ikke nogen udvidelse af området for oplysningsforpligtelsen i forhold til den almindelige regel i *stk. 1, 1. pkt.* Den selvstændige betydning af bestemmelsen består i, at udstederen forpligtes til at offentliggøre efterfølgende betydelige ændringer ved brug af de samme kanaler til offentliggørelse, som blev brugt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

Korrektionspligten består alene i forhold til betydelige ændringer i oplysninger, der tidligere har været offentliggjort af udsteder. Bestemmelsen kan derimod ikke udstrækkes til også at gælde i forhold til oplysninger, der ikke hidrører fra udsteder, f.eks. historier eller rygter, der cirkulerer i markedet eller er omtalt i pressen.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 2* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 3, første og andet afsnit.

Bestemmelsen i *stk. 2, 1. pkt.*, stiller krav om, at der foretages en generel og samtidig offentliggørelse til hele markedet, såfremt udsteder eller en tredjemand, der handler på dennes vegne, videregiver intern viden i henhold til bestemmelsen i lovens § 36. Bestemmelsen tilgodeser hensynet til lige behandling af alle investorer og forbyder som udgangspunkt selektiv offentliggørelse af intern viden til enkelte investorer eller grupper af investorer før andre. Bestemmelsen vil forhindre videregivelse af intern viden til et udvalg af investorer i forbindelse med investormøder, medmindre der senest samtidig hermed foretages en generel offentliggørelse af de videregivne oplysninger til hele markedet. Sådant selektiv offentliggørelse til et udvalg af investorer er allerede i dag forbudt i henhold til Københavns Fondsbørs egne regelsæt og vil tillige kunne udgøre en overtrædelse af forbudet mod videregivelse i lovens § 36.

Med bestemmelsen i *stk. 2, 2. pkt.*, modificeres kravet om samtidighed mellem videregivelsen og den generelle offentliggørelse til hele markedet i de situationer, hvor en udsteder først får viden om, at der er sket videregivelse af intern viden på et senere tidspunkt, end videregivelsen er sket. I sådanne situationer udløses udstederens pligt til at foretage en generel offentliggørelse til hele markedet først på det tidspunkt, hvor udstederen får viden eller burde have fået viden om videregivelsen. Bestemmelsen vil finde anvendelse i situationer, hvor videregivelsen af intern viden uden en udsteders vidende foretages af en tredjemand, der handler på udstederens vegne.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 2, 3. pkt.*, medfører en væsentlig undtagelse til kravet om en generel og samtidig offentliggørelse ved videregivelse af intern viden. Formålet med bestemmelsen er at muliggøre videregivelse af intern viden, når videregivelsen er berettiget i henhold til reglen i § 36, uden at der samtidigt skal ske en generel offentliggørelse af de videregivne oplysninger i henhold til den foreslåede regel i *stk. 2, 1. pkt.* Efter den foreslåede bestemmelse vil det være en betingelse for, at der ikke skal ske en samtidig og generel offentliggørelse, at den tredjemand, der modtager oplysningerne, er pålagt tavshedspligt i henhold til lov, administrativ bestemmelse, vedtægt eller kontrakt. Baggrunden for dette krav er, at der selv ved berettiget videregivelse af intern viden i henhold til § 36 vil være en øget risiko for, at oplysningerne spredes videre af den modtagende tredjemand. En sådan spredning af intern viden kan føre til, at de videregivne oplysninger danner grundlag for insiderhandel. Kravet om, at modtageren af oplysningerne skal være underlagt tavsheds-

pligt har derfor et præventivt formål, som skal sikre, at intern viden spredes mindst muligt. Reglen i stk. 2, 3. pkt., er samtidig udtryk for en afbalancering af hensynet til at muliggøre berettiget videregivelse af intern viden overfor hensynet til at sikre, at ingen uvedkommende får adgang til denne information.

Det følger af bestemmelsen, at tredjemands tavshedspligt skal have grundlag i en lov, bekendtgørelse, vedtægt eller kontrakt. Det må således kræves, at tavshedspligten er baseret på et skriftligt retsgrundlag. Det er ikke efter bestemmelsen tilstrækkeligt, hvis tredjemand alene er underlagt tavshedspligt, der følger af en mundtlig indgået aftale eller af ulovbestemte generelle retsprincipper.

[DI: Er det overvejet, at kravet om tavshedspligt må forstås således, at der er knyttet en adækvat retsfølge til misligholdelse af tavshedspligten. Tavshedspligten må rimeligvis kunne forstås således at en *lex imperfectum* (retsregel uden retsfølge) ikke opfylder kravet til at udgøre en tavshedspligt efter direktivet.]

Der gælder som følge af lovens § 36 et generelt forbud mod videregivelse af intern viden, medmindre videregivelsen er et normalt led i vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion. Reglen i § 36 har karakter af en generel tavshedspligt, som finder anvendelse på alle personer, der kommer i besiddelse af intern viden. Reglen i § 36 vil derfor udgøre en lovbestemt tavshedspligt, som er omfattet af henvisningen til regler om tavshedspligt i den foreslåede bestemmelse i stk. 2, 3. pkt.

For at falde ind under den foreslåede undtagelse til kravet om generel og samtidig offentliggørelse i stk. 2, 3. pkt., er det en betingelse, at det i forbindelse med den selektive videregivelse sikres, at modtageren af oplysningerne forstår, at de videregivne oplysninger har karakter af intern viden. Dette kan ske ved, at modtageren af oplysningerne inden videregivelsen advares om karakteren af den information, som han vil modtage, og om at han derfor vil være underlagt forbuddet mod videregivelse i lovens § 36.

I tillæg til den almindelige regel i lovens § 36 gælder der for visse professioner særlige tavshedspligter. Dette gælder f.eks. for advokater, læger, revisorer og forsvarere jf. reglen om vidnefritagelse i retsplejelovens § 170. Selektiv videregivelse af intern viden til sådanne personer, som er underlagt en særlig professionel tavshedspligt, udløser derfor ikke noget krav om generel offentliggørelse.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 3* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, tredje afsnit. Med bestemmelsen præciseres det, at udsteders oplysningsforpligtelse alene består i forhold til de regulerede markeder, hvor udsteder har godkendt eller anmodet om optagelse af sine værdipapirer til notering eller handel. Det forhold, at der i Danmark gennemføres transaktioner med et værdipapir, der er optaget på et reguleret marked i udlandet, uden at udsteder samtidig har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapiret på en dansk fondsbørs eller autoriseret markedsplads, medfører således ikke, at udstederen af værdipapiret underlægges de løbende oplysningsforpligtelser i stk. 1 og 2 i forhold til det danske marked. Det er også med bestemmelsen præciseret, at en udsteder ikke er underlagt nogen oplysningsforpligtelse, såfremt optagelsen af værdipapiret til notering eller handel på et reguleret marked er foranlediget af en udenforstående tredjemand uden udstederens medvirken.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 4* gennemfører artikel 2, stk. 1 og 4, i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation og fastsætter nærmere kvalitative krav til indholdet af den information, som udsteder er forpligtet til at offentliggøre efter stk. 1 og 2.

Bestemmelsen i *stk. 4, 1. pkt.*, har til formål at sikre, at den information, som udsteder offentliggør, er af en sådan kvalitet, at den umiddelbart kan danne basis for investorenes vurdering af de omtalte forhold. Udover kravet om, at den givne information skal være korrekt, følger det af den foreslåede bestemmelse, at der til markedet skal gives tilstrækkelig information til, at en investor alene på baggrund af den offentliggjorte information kan forstå indholdet af denne og vurdere betydningen af de forhold, der omtales heri. Derudover skal det være muligt for en investor at foretage en rettidig vurdering af informationen, hvilket betyder, at informationen skal være udformet på en måde, så en investor hurtigt kan danne sig et overblik over denne. Dette kan f.eks. ske ved, at der medtages et resumé i forbindelse med offentliggørelsen af den interne viden.

Bestemmelsen i *stk. 4, 2. pkt.*, præciserer, at en udsteder ikke på vildledende måde må kombinere offentliggørelse af intern viden med markedsføringsvirksomhed. Det følger heraf, at fremlæggelsen af informationen skal ske på en neutral måde, så der ikke kan opstå tvivl om de offentliggjorte oplysningers troværdighed.

Efter *stk. 4, 3. pkt.*, er en udsteder forpligtet til så vidt muligt at foretage offentliggørelse samtidigt overfor alle kategorier af investorer i alle lande indenfor Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor det pågældende værdipapir er optaget til notering eller handel på et reguleret marked eller er genstand for en anmodning om sådan optagelse. Bestemmelsen er et specielt udslag af det almindelige princip om ligelig behandling af investorer jf. herved den gældende lovs § 18, stk. 2, nr. 2, og § 41, stk. 2, nr. 2. Pligten til at foretage offentliggørelse af intern viden samtidigt i de lande indenfor Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederens værdipapir er optaget til notering eller handel på regulerede markeder, skal ses i sammenhæng med markedsmisbrugsdirektivets formål om skabelse af et integreret, fælleseuropæisk marked for handel med værdipapirer.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 5* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 1, andet afsnit. Den foreslåede bestemmelse fastsætter en pligt for udsteder til at lade al information, der har været genstand for offentliggørelse i henhold til *stk. 1* eller *2*, figurere på sin hjemmeside i et passende tidsrum efter, at sådan offentliggørelse er sket. Der er tale om en selvstændig forpligtelse i forhold til de løbende oplysningsforpligtelser, der er pålagt udstedere ved bestemmelserne i *stk. 1* og *2*. Offentliggørelsen af informationen på udstederens hjemmeside skal derfor foretages uafhængigt af de foranstaltninger, som udsteder træffer til opfyldelse af forpligtelserne efter *stk. 1* og *2*. Pligten til offentliggørelse på en hjemmeside gælder alene, hvis udstederen i forvejen har en hjemmeside.

Informationen skal gøres tilgængelig på udstederens hjemmeside uden ugrundet ophold efter, at offentliggørelse er foretaget i henhold til *stk. 1* eller *2*.

Oplysningerne skal efter bestemmelsen ligge tilgængelige på udstederens hjemmeside i et passende tidsrum. Hvor lang en periode, der skal gå, før oplysningerne kan siges at have været tilgængelige i et passende tidsrum, må afgøres konkret. Der må lægges vægt på indholdet af de offentliggjorte oplysninger, herunder om der er tale om oplysninger, som fortsat må anses at kunne have betydning for investorerne.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 6, 1. pkt.*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 2, og giver en udsteder en begrænset adgang til i særlige tilfælde at udsætte offentliggørelsen af intern viden, som ellers skulle have været offentliggjort hurtigst muligt i henhold til bestemmelsen i *stk. 1*.

Adgangen til at udsætte offentliggørelsen af intern viden består alene i forhold til de i *stk. 1* nævnte oplysninger. Bestemmelsen kan således ikke påberåbes til støtte for udsættelse af offentliggørelse af oplysninger, som skal offentliggøres i henhold til reglen om offentliggørelse af videregivne oplysninger i *stk. 2*.

En udsættelse af offentliggørelse sker ifølge bestemmelsen på udsteders eget ansvar. Udstederen skal eller kan ikke indhente en forudgående dispensation fra den løbende oplysningsforpligtelse hos den kompetente myndighed, forinden en beslutning om udsættelse træffes. Det er således udsteders eget ansvar at vurdere, om der foreligger tilstrækkelig tungtvejende grunde til, at der kan ske udsættelse i henhold til bestemmelsen.

Udstederen vil efter omstændighederne kunne ifalde ansvar for overtrædelse af bestemmelsen i *stk. 1*, jf. herved straffebestemmelsen i § 93, stk. 1, såfremt det efterfølgende viser sig, at der ikke var grundlag for at udsætte offentliggørelsen. Der er ikke herved taget stilling til, om og i hvilket omfang udsteder vil kunne pådrage sig et civilretligt ansvar ved en forsinket offentliggørelse. Sidstnævnte spørgsmål må fortsat afgøres efter de almindelige erstatningsretlige principper, som er gældende i dansk ret.

Markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 2, 2. pkt., giver medlemsstaterne mulighed for at kræve, at en udsteder skal underrette den kompetente myndighed, hvis udstederen træffer beslutning om at udsætte offentliggørelsen af intern viden. Det er med de foreslåede regler ikke gjort brug af denne mulighed for at kræve underretning om udsættelse. Et krav om underretning til myndighederne vil kunne skabe tvivl om ansvarsforholdene, såfremt en udsættelse gennemføres under omstændigheder, hvor det efterfølgende viser sig, at udsættelsen ikke var berettiget. Som nævnt vil det efter forslaget være udsteders eget ansvar at foretage vurderingen af, om en udsættelse er berettiget.

Udsættelse af offentliggørelsen af intern viden kan alene ske, hvis en udsættelse er nødvendig for at undgå skade på udstederens berettigede interesser. En udsteder, der beslutter sig for at udsætte offentliggørelsen af intern viden, skal kunne sandsynliggøre, at en offentliggørelse ville have medført skader på berettigede inte-

resser. Der kan ikke angives nogen udtømmende liste over de typer af berettigede interesser, der vil kunne begrunde en udsættelse. Da enhver udsættelse af offentliggørelsen af intern viden har som konsekvens, at prisdannelsen på de pågældende værdipapirer sker på et ufuldstændigt grundlag, må der imidlertid, også af hensyn til investorbekyttelsen, være tale om interesser af en vis vægt. Udover de eksempler på berettigede interesser, der er nævnt i bestemmelsens nr. 1 og 2, vil berettigede interesser i udsættelse af offentliggørelse f.eks. kunne bestå i forhold til forskningsresultater, når udstederen endnu ikke ved indgivelse af ansøgning om patent eller lignende har sikret sine immaterielle rettigheder.

[DI: Kunne det evt. overvejes, at beskrive afvejningen mellem udstederens berettigede interesser og markedets interesse som et krav om proportionalitet. Angivelse i bemærkningerne om, at der gælder et proportionalitetskrav -- hvilket vel er det som udtrykkes indirekte, vil måske give retsanvenderen en endnu klarere vejledning.]

Udstederens adgang til at udsætte offentliggørelsen af intern viden gælder efter forslaget alene i de tilfælde, hvor udsættelsen ikke vil kunne vildlede offentligheden. Hermed menes, at der ikke kan ske udsættelse, hvis der foreligger sådanne særlige omstændigheder, at en udsættelse af offentliggørelse af det kursrelevante forhold vil kunne bevirke en vildledning af offentligheden. Dette vil kunne være tilfældet, såfremt det udstedende selskab tidligere har offentliggjort information om det kursrelevante forhold, og hvor efterfølgende ændringer i de faktiske forhold bevirker, at den oprindeligt offentliggjorte information nu er vildledende i forhold til offentligheden. I sådanne særlige situationer vil udsteder ikke kunne udsætte offentliggørelsen af den interne viden, uanset at udstederen måtte have berettigede interesser at beskytte.

En udsteder, der beslutter at udsætte offentliggørelsen af intern viden, er forpligtet til at sikre sig, at oplysningerne behandles fortroligt. Dette skal bl.a. ske ved, at udstederen fastsætter interne regler, der effektivt sikrer, at oplysningerne kun er tilgængelige for personer, der skal have adgang hertil som led i udøvelsen af deres funktioner hos udsteder jf. herved lovens § 37, stk. 3, som affattet ved forslaget § 1, nr. 11.

Bestemmelserne i *stk. 6, nr. 1 og 2*, gennemfører artikel 3, stk. 1, i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. De eksempler, der i bestemmelsen er angivet på berettigede interesser, udgør ikke en udtømmende opregning.

Bestemmelsen i *stk. 6, nr. 1*, finder anvendelse, hvis en udsteder er involveret i kontraktforhandlinger, forhandlinger om virksomhedsoverdragelse m.v., hvor en offentliggørelse af intern viden forinden forhandlingernes afslutning vil kunne påvirke forhandlingernes udfald eller normale forløb. Bestemmelsen vil dog ikke kunne finde anvendelse, hvis forhandlingerne er på et så fremskredent stadium, at parterne reelt er nået til enighed, uanset at aftalen formelt endnu ikke er underskrevet.

Stk. 6, nr. 1, 2. pkt., indeholder en regel, der begrænser muligheden for at udsætte offentliggørelse med henvisning til igangværende forhandlinger, hvor udsteder er i økonomiske vanskeligheder, og forhandlingerne har til formål at sikre udstederens rentabilitet på lang sigt (rekonstruktionsforhandlinger). Der er her et særligt hensyn at tage til investorer, der ved en udsættelse af offentliggørelsen kan risikere at komme til at bære en del af tabet ved et mislykket rekonstruktionsforsøg.

Af hensyn til investorbekyttelsen og den generelle tillid til de regulerede markeder er betingelserne for udsættelse derfor skærpede, når der er tale om rekonstruktionsforhandlinger. Udsættelsesmuligheden består kun, såfremt der ikke er indgivet begæring om konkurs eller om åbning af tvangsakkord. Dernæst kan udsættelse kun ske i en begrænset periode. Endelig må udsteder kunne sandsynliggøre, at en offentliggørelse vil medføre alvorlig skade på de eksisterende og potentielle investorers interesser ved at forhindre afslutningen af rekonstruktionsforhandlingerne.

Bestemmelsen i *stk. 6, nr. 2*, finder anvendelse, hvor en beslutning eller aftale, der er indgået af udsteder-selskabets ledelse, kræver godkendelse fra et andet selskabsorgan.

Bestemmelsen finder kun anvendelse i situationer, hvor godkendelsen er nødvendig for, at beslutningen eller aftalen kan få virkning. Bestemmelsen vil ikke finde anvendelse i forhold til beslutninger, der skal forelægges et aktieselskabs repræsentantskab, da et sådant organ ikke kan tillægges kompetence til at godkende ledelsens beslutninger jf. aktieselskabslovens § 59, stk. 3, 4. pkt.

Bestemmelsens anvendelse forudsætter, at ledelsesorganet og det godkendende organ er organisatorisk adskilt, således at det godkendende organ kan udføre en reel kontrolfunktion i forhold til ledelsesorganet. Aktieselskabsloven giver i et vist omfang mulighed for personsammenfald mellem bestyrelsen og direktionen i et aktieselskab. Den fornødne organisatoriske adskillelse er sikret gennem reglen i aktieselskabslovens § 51, stk. 2, hvorefter bestyrelsens flertal ikke samtidig kan være direktører. Bestemmelsen i stk. 6, nr. 2, vil derfor kunne finde anvendelse på beslutninger eller aftaler, der er indgået eller truffet af direktionen i et aktieselskab, såfremt beslutningen eller aftalen er betinget af godkendelse fra selskabets bestyrelse. Bestemmelsen vil også kunne finde anvendelse på beslutninger truffet af ledelsesorganet i et SE-selskab, der er organiseret efter det tostrengede system, såfremt beslutningen kræver tilsynsorganets godkendelse.

Efter bestemmelsens 2. pkt. gælder adgangen til udsættelse af offentliggørelse alene, hvor en offentliggørelse, på et tidspunkt hvor det andet selskabsorgan endnu ikke har givet sin godkendelse, vil medføre risiko for, at investorerne foretager en ukorrekt vurdering af forholdet. Der kan ikke ske udsættelse, hvis det er muligt at foretage en foreløbig offentliggørelse, hvor det i forbindelse med den foreløbige offentliggørelse gøres klart, at endelig godkendelse fra det andet selskabsorgan endnu ikke er givet. 2. pkt. må dog ses i sammenhæng med eksemplet i stk. 6, nr. 1, hvorefter der kan foreligge berettigede interesser i en udsættelse, såfremt en udsteder er involveret i forhandlinger, og en offentliggørelse vil kunne påvirke forhandlingernes udfald eller normale forløb. Endelig skal bestemmelsen ses i sammenhæng med den foreslåede bestemmelse i stk. 1, 2. pkt. om tidspunktet for oplysningspligtens indtræden. Af denne bestemmelse følger, at oplysningspligten først indtræder, når der er sikkerhed for, at de omhandlede forhold eller beslutninger reelt vil blive gennemført.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 7* er en videreførelse af bestemmelsen i den gældende § 27, stk. 3, om forpligtelsen for udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, til periodevis at offentliggøre regnskabsmæssige oplysninger. Med forslaget udvides bestemmelsen til også at omfatte udstedere, hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads. Udvidelsen er en konsekvens af vedtagelsen af lov nr. 491 af 9. juni 2004 om bl.a. ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og årsregnskabsloven. Efter denne lov bliver der fra 1. januar 2005 etableret en regnskabskontrol for udstedere, der har værdipapirer optaget til notering eller handel på en fondsbørs, eller hvis værdipapirer handles på en autoriseret markedsplads. Som et led i regnskabskontrollen er der i årsregnskabsloven givet hjemmel for Erhvervs- og Selskabsstyrelsen til at fastsætte regler om udarbejdelse af halvårsrapporter for børsnoterede virksomheder, hvilket efter definitionen heraf i årsregnskabsloven også omfatter autoriserede markedspladser. I årsregnskabsloven er endvidere indsat bestemmelse om, at Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan fastsætte regler om indsendelse samt offentliggørelse af halvårsrapporter i styrelsen. Som en konsekvens heraf foreslås det, at bestemmelsen om offentliggørelse af regnskabsmæssige oplysninger fremover også omfatter udstedere af værdipapirer der handles på autoriserede markedspladser.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 8* har et indhold svarende til den gældende bestemmelse i lovens § 27, stk. 3, hvorefter offentliggørelse anses for sket, når meddelelsen er kommet frem til den fondsbørs, hvor udstederens værdipapir er optaget til notering. I overensstemmelse med at anvendelsesområdet for reglerne i § 27 om den løbende oplysningsforpligtelse udvides til også at finde anvendelse på værdipapirer, der handles på autoriserede markedspladser eller tilsvarende regulerede markeder, foreslås det, at der i bestemmelsen medtages en henvisning til autoriserede markedspladser og tilsvarende regulerede markeder.

Under hensyn til at den løbende oplysningsforpligtelse efter forslaget vil angå intern viden, foreslås det endvidere, at bestemmelsen omformuleres i forhold til den gældende bestemmelse, således at der ikke længere henvises til, hvornår offentliggørelse anses for sket, men i stedet til hvornår udsteders forpligtelser efter stk. 1 og 2 anses for opfyldt. Der er ikke ved den foreslåede § 27, stk. 8, tilsigtet nogen ændring i forhold til bestemmelsen i den gældende lovs § 34, stk. 2, hvorefter en oplysning i forhold til insiderreglerne først anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne.

[DI]: Forslaget er godt, og fremmer bestemmelsens retstekniske forståelse. Bemærkningernes sidste punktum kunne måske af hensyn til vejledningen af den knap så retsteknisk kyndige fremstå lidt tydeligere.

Forslagsvis kunne det således tilføjes: En udsteder som har opfyldt sin forpligtelse efter § 27 stk. 8 vil for så vidt angår disse oplysninger således fortsat være omfattet af forbuddet mod insiderhandel indtil oplysningerne kan anses for offentliggjort efter reglerne om forbud mod insiderhandel jf. § 34 stk. 2.]

Slettet: 1

Til nr. 9

Der er foreslået indsat en ny § 27 a, der indeholder en forpligtelse til at offentliggøre et årligt oplysningsdokument. Bestemmelsen gennemfører artikel 10 i prospektdirektivet om, at udstedere, der har værdipapirer optaget til notering eller handel på et reguleret marked, én gang årligt skal offentliggøre et dokument, der indeholder eller henviser til al information, som udstederen har offentliggjort inden for de seneste 12 måneder. Hensigten med bestemmelsen er, at investorerne regelmæssigt får adgang til en samlet oversigt over de oplysninger om virksomheden, som udstederen af værdipapirerne gennem det seneste år har offentliggjort i henhold til oplysningsforpligtelser i selskabsrets-, værdipapirhandels- og regnskabslovgivningen. Forpligtelsen vedrører de oplysninger, som udstederen har offentliggjort, hvilket vil sige selskabet eller virksomheden, og ikke oplysninger som f.eks. ledende medarbejdere er forpligtede til at indberette.

[DI: I forudgående afsnits næstsidste afsnit foreslås det, at referere til selskabs- og ikke selskabsretslovgivningen.]

Endvidere vedrører forpligtelsen både udstedere, der havde værdipapirer optaget til notering før prospekt-direktivets ikrafttræden, og udstedere, der efter prospekt-direktivets ikrafttræden søger værdipapirer optaget til notering eller handel. Listen kan være indeholdt i anden offentliggjort information, som f.eks. i årsrapporten.

Listen skal efter den foreslåede stk. 2, indsendes til Finanstilsynet. Bestemmelsen gennemfører prospekt-direktivets artikel 10, stk. 2, om at dokumentet skal indsendes til den kompetente myndighed, efter offentliggørelsen af årsregnskabet. Finanstilsynet vil være den centrale, kompetente, administrative myndighed i henhold til prospekt-direktivet, jf. de almindelige bemærkninger. Det foreslås, jf. de foreslåede ændringer til § 83 a, stk. 1, nr. 1, at Finanstilsynet kan uddelegere beføjelsen til at få det årlige oplysningsdokument indsendt til Københavns Fondsbørs A/S. Det vil blive fastsat i delegationsaftalen mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs A/S, at uddelegeringen alene vedrører de udstedere, hvis værdipapirer er optaget eller søges optaget til notering eller handel på en fondsbørs.

Ifølge den foreslåede bestemmelse i stk. 3, finder forpligtelsen efter stk. 1, ikke anvendelse på udstedere af ikke-kapitalandele, jf. den foreslåede § 2 a, stk. 2, hvis værdipapirernes pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50.000 EUR. Bestemmelsen om offentliggørelse af et årligt oplysningsdokument er en investorbekyttelsesregel. Der antages dog ikke at være behov for at beskytte investorer, der erhverver værdipapirer, hvis pålydende pr. enhed beløber sig til mindst 50.000 EUR. På den baggrund omfatter forpligtelsen ikke udstedere af sådanne værdipapirer.

Til nr. 10

Til § 28 a

Med de foreslåede bestemmelser i § 28 a gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 4, samt artikel 1, stk. 1 og 2, og artikel 6 i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. De foreslåede bestemmelser medfører, at der skal ske indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders aktiehandler i det selskab, som de er tilknyttet.

Formålet med de foreslåede bestemmelser er at skabe gennemsigtighed og offentlighed omkring ledende medarbejders handel med aktier i det udstedende selskab. Ledende medarbejders handel med aktier i det udstedende selskab kan være udtryk for en forventning om udstederens kommende indtjening og udvikling. Oplysninger om sådanne transaktioner udgør derfor et vigtigt informationselement for investorerne. Offentliggørelse kan også udgøre en forebyggende foranstaltning mod misbrug af intern viden i form af insiderhandel. Regler med et lignende indhold findes i den gældende lovs § 37, stk. 2-8 ("insiderregisteret"). De foreslåede regler afviger dog fra de gældende regler på en række punkter jf. nærmere nedenfor.

Bestemmelsen i *stk. 1, 1. pkt.*, fastsætter en pligt for ledende medarbejdere i visse selskaber til at meddele udstederselskabet oplysning om transaktioner med selskabets egne aktier eller andre værdipapirer, der er knyttet til selskabets aktier. Den personkreds, som meddelelsespligten gælder for, er nærmere afgrænset i den foreslåede bestemmelse i *stk. 2.*

Bestemmelsen i *stk. 1* finder anvendelse på ledende medarbejdere m.v. i selskaber, der udsteder værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked (udstederselskaber). Pligten til meddelelse af transaktioner gælder allerede fra det øjeblik, hvor der er indgivet en anmodning om optagelse af udstederselskabets værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked. Dette er i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, første afsnit.

Meddelelsespligten gælder efter forslaget for transaktioner med udstederselskabets aktier eller andre værdipapirer, der er knyttet til sådanne aktier. Dette er en ændring i forhold til de gældende regler, der alene finder anvendelse på aktier. Værdipapirer, der er knyttet til aktier, er f.eks. warrants, konvertible obligationer, optioner og finansielle futures. Det afgørende er, om værdipapiret er knyttet til en aktie på en sådan måde, at værdipapirets værdi er afhængig af værdien af udstederselskabets aktie.

Meddelelsespligten gælder i forhold til transaktioner. Dette er en ændring i forhold til de gældende regler, der omfatter indberetning af aktiebesiddelser og ændringer heri. Transaktioner omfatter først og fremmest køb, salg og overdragelse ved gave af aktier eller tilknyttede værdipapirer. Bestemmelsen omfatter også overdragelse til sikkerhed i form af pantsætning. Derimod omfatter meddelelsespligten ikke overførsel ved arv, hvilket er en ændring i forhold til de gældende regler.

En transaktion anses at foreligge og meddelelsespligten for indtrådt, når der er indgået en bindende aftale mellem parterne til transaktionen i henhold til reglerne i aftaleloven. Ved handel direkte over det regulerede markeds handelssystem anses transaktionen at foreligge, når købs- eller salgsordren er matchet i det elektroniske handelssystem.

[D]: Sprogligt bemærkes først, at vi ikke er bekendt med aftaler efter aftaleloven som ikke er bindende medmindre de er ugyldige. I så fald foreligger der vel ikke en aftale. Endvidere bemærkes, at man vel sjældent er part til en transaktion, men part i en transaktion.

Indholdsmæssigt bemærkes, at meddelelsespligten vel rimeligvis ikke bør indtræde før en transaktionen er kommet til den meddelelsespligtige parts kundskab. Dette tidspunkt kan være, men vil vel sjældent være, sammenfaldende med tidspunktet for aftaleindgåelsen. En ledende medarbejder vil vel således ikke sjældent handle gennem en værdipapirhandler, og vil først have kendskab til transaktionen når en meddelelse herom er kommet frem til den pågældende fra værdipapirhandleren. § 28a sidste punktum bør derfor rimeligvis formuleres således, at den ledende medarbejder skal give det udstedende selskab meddelelse om transaktionen senest den førstkommande hverdag efter, at vedkommende har modtaget meddelelse om, at transaktionen har fundet sted.

Denne bemærkning gælder tilsvarende for nærtstående personers pligt til at give meddelelse til den ledende medarbejder efter udkastets forslag til § 28a *stk. 3, 2. pkt.*

Meddelelsespligten gælder endvidere ved et udstederselskabs tildeling af aktier eller aktieoptioner til ledende medarbejdere. Der skal ligeledes efter reglerne foretages meddelelse, hvis den ledende medarbejder på et senere tidspunkt beslutter sig for at udnytte en tildelt aktieoption. Det samme gælder, hvis den ledende medarbejder beslutter sig for efterfølgende at sælge eller pantsætte en tildelt aktie eller aktieoption.

De oplysninger, der skal meddeles, vedrører efter markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, *stk. 4*, de enkelte transaktioner udført af den pågældende person. Der vil ikke efter de foreslåede regler kunne ske indberetning på "gruppeniveau", som det er tilfældet efter de gældende regler. Endvidere skal der efter de foreslåede regler ske meddelelse af hver enkelt transaktion, hvilket afviger fra det "netto-princip", der gælder efter den gældende lovs § 37, *stk. 5*. I den foreslåede bestemmelses *stk. 7* er der fastsat nærmere krav til indholdet af de oplysninger, der skal meddeles.

Efter den foreslåede bestemmelses *stk. 1, 2. pkt.*, skal den ledende medarbejder give meddelelse om en transaktion senest den førstkommande børsdag efter transaktionen. Med udtrykket børsdag menes en dag,

Formateret: Skrifttype: Kursiv

Slettet:

hvor en fondsbørs eller autoriseret markedsplads har åbent for handel. Dette svarer til den tidsfrist for meddelelse, der finder anvendelse efter de gældende regler.

Bestemmelsen i *stk. 2* præciserer nærmere, hvilke personer, der falder ind under kategorien af "ledende medarbejdere", som omfattes af reglerne om meddelelse i *stk. 1*. Sammenlignet med de gældende regler er der tale om en indsnævring af den personkreds, som skal give meddelelse til udstederselskabet. Efter de gældende regler skal meddelelse gives af samtlige personer, der er omfattet af den gældende lovs § 34, *stk. 4* (de såkaldte "primære insidere"). Meddelelsespligten efter de gældende regler omfatter derfor ikke blot ledende medarbejdere men også andre personer i selskabet, der i kraft af deres stilling må antages at have adgang til intern viden, samt visse eksterne personer, der er ansat i udstederselskabets moder- eller datterselskab. Til sammenligning omfatter meddelelsespligten efter de foreslåede regler kun ledende medarbejdere, der er ansat i det udstedende selskab.

Ledende medarbejdere er først og fremmest medlemmer af det udstedende selskabs bestyrelse eller direktion jf. den foreslåede bestemmelse i *stk. 2, nr. 1*. Bestemmelsen omfatter også medlemmer af et tilsynsorgan tilknyttet selskabet, f.eks. et repræsentantskab eller et tilsynsorgan i et SE-selskab, der er organiseret efter den tostrengede model.

Af den foreslåede bestemmelse i *stk. 2, nr. 2*, omfattes andre ledende medarbejdere i udstederselskabet under forudsætning af, at disse personer har beslutningskompetence samt regelmæssig adgang til intern viden, der vedrører udstederen. Begrebet personer med beslutningskompetence må forstås forholdsvis snævert. Det er alene ledende medarbejdere, der har kompetence til at træffe beslutninger af betydning for udstederselskabets fremtidige forretningsmæssige udvikling, der omfattes. Der skal være tale om ledende medarbejdere, der i kraft af deres position har et grundlæggende kendskab til selskabets stilling og forventede fremtidige udvikling.

Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 3, 1. pkt.*, pålægges nærtstående fysiske og juridiske personer med relationer til en ledende medarbejder omfattet af *stk. 2* at give meddelelse til den pågældende ledende medarbejder om deres transaktioner med aktier eller tilknyttede værdipapirer i det udstedende selskab. Formålet med også at lade visse relaterede personer være omfattet af reglerne er at forhindre, at der kan ske omgåelse af reglerne ved, at den ledende medarbejder lader sine handler gennemføre af disse personer.

Efter den foreslåede bestemmelse *stk. 3, 2. pkt.*, skal den nærtstående fysiske eller juridiske person give meddelelse om en transaktion til den pågældende ledende medarbejder senest den førstkommande børsdag efter transaktionen. Med udtrykket børsdag menes en dag, hvor en fondsbørs eller autoriseret markedsplads har åbent for handel. Dette svarer til den tidsfrist for meddelelse, der finder anvendelse efter de gældende regler.

[DI: Se venligst bemærkningen ovenfor til udkastets forslag til § 28a *stk. 1*]

Den ledende medarbejder skal efter den foreslåede bestemmelse i *stk. 3, 3. pkt.*, videregive de modtagne oplysninger til udstederen. Efter den foreslåede bestemmelse skal den ledende medarbejder videregive de modtagne oplysninger senest den første handelsdag efter modtagelsen af oplysningerne. Det foreslåede system, hvorefter nærtstående personer skal give meddelelse til den ledende medarbejder, der herefter videregiver oplysningerne til den indberettende udsteder, svarer til ordningen efter den gældende lov.

Bestemmelsen i *stk. 4* præciserer nærmere hvilke personer, der falder ind under kategorien af nærtstående personer, der omfattes af reglerne i *stk. 3*.

Afgrænsningen af kredsen af nærtstående fysiske personer i *stk. 4, nr. 1-3*, svarer stort set til afgrænsningen efter de gældende regler i lovens § 37, *stk. 3*. Dog gælder meddelelsespligten efter forslaget tillige for slægtninge, der i en periode på mindst et år regnet fra tidspunktet for transaktionen har tilhørt den ledende medarbejders husstand. Pligten gælder alene slægtninge, der på varig basis bor under samme tag, som den ledende medarbejder.

I *stk. 4, nr. 4*, er der foretaget en afgrænsning af hvilke juridiske personer med forbindelser til en ledende medarbejder, der omfattes af meddelelsespligten i *stk. 3*.

Bestemmelsen i *litra a* omfatter juridiske personer, hvor den ledende medarbejder eller en nærtstående fysisk person udøver det ledelsesmæssige ansvar. Bestemmelsen omfatter selskaber, hvor den ledende medarbejder

bejder forestår den daglige ledelse. Dette må forstås forholdsvist snævert. Bestemmelsen omfatter ikke et hvert selskab, hvor den ledende medarbejder deltager i bestyrelsen eller direktionen.

Bestemmelsen i *litra b* svarer til bestemmelsen i den gældende lovs § 37, stk. 3, nr. 3.

Bestemmelserne i *litra c* og *d* omfatter juridiske personer, hvis økonomiske interesser i det væsentlige er sammenfaldende med en ledende medarbejder eller en nærtstående fysisk person. Bestemmelsen i *litra c* vil f.eks. kunne omfatte fonde og foreninger, der er etableret med henblik på at tilgodese økonomiske interesser hos den ledende medarbejder. Bestemmelsen i *litra d* har karakter af en opsamlingsbestemmelse, der omfatter øvrige situationer, hvor der er et væsentligt sammenfald mellem de økonomiske interesser hos den ledende medarbejder eller en nærtstående fysisk person på den ene side og den juridiske person på den anden side.

Indberetning skal efter den foreslåede bestemmelse i *stk. 5* ske til Finanstilsynet. Finanstilsynet offentliggør herefter straks de indberettede oplysninger. Efter de gældende regler om insiderregisteret er kompetencen til at modtage og offentliggøre indberettede oplysninger tillagt den fondsbørs eller autoriserede markedsplads, hvor de pågældende værdipapirer er optaget til notering eller handel. Den foreslåede ændring er nødvendig for at bringe de danske regler i overensstemmelse med markedsmissbrugsdirektivets artikel 6, stk. 4. Af denne bestemmelse følger, at det er den kompetente myndighed (i Danmark: Finanstilsynet), der skal have det overordnede ansvar for modtagelse af indberettede oplysninger. Det vurderes dog samtidigt, at direktivet ikke er til hinder for en uddelegering til en fondsbørs eller autoriseret markedsplads af kompetencen til at modtage og offentliggøre de indberettede oplysninger. Forslaget til *stk. 5* må derfor sammenholdes med lovforslagets § 1, nr. 20, hvorefter der foreslås indført adgang for Finanstilsynet til at foretage en sådan delegation.

Det foreslås, at indberetningen skal foretages af udstederen senest den førstkomende børsdag efter modtagelsen af oplysningerne fra den ledende medarbejder. Indberetning skal ske inden udløbet af den første børsdag efter modtagelsen af oplysningerne. Med udtrykket børsdag menes en dag, hvor en fondsbørs eller autoriseret markedsplads har åbent for handel. Fristen for indberetning af oplysninger svarer til fristen efter den gældende lovs § 37, stk. 5, 3. pkt.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 6* fastsætter en bagatelgrænse, som betyder, at en ledende medarbejder alene har pligt til at give meddelelse og videregive modtagne oplysninger til udstederen, såfremt den ledende medarbejder og nærtstående fysiske eller juridiske personer, der har relationer til den ledende medarbejder, i løbet af kalenderåret samlet gennemfører transaktioner med en kursværdi på 5.000 EUR eller derover. Såfremt bagatelgrænsen overskrides i løbet af kalenderåret, er der alene pligt til at give meddelelse om transaktioner, der er foretaget efter, at bagatelgrænsen er overskredet.

Der er tale om en samlet kumuleret grænse gældende for den enkelte ledende medarbejder og de nærtstående fysiske og juridiske personer, der er forbundet med den pågældende ledende medarbejder. Transaktioner, der gennemføres af en ledende medarbejder og de nærtstående personer skal derfor lægges sammen og indgå i beregningsgrundlaget for, om bagatelgrænsen er overskredet. Bagatelgrænsen er en bruttogrænse. Der kan ikke ske modregning af foretagne køb og salg, der foretages af den ledende medarbejder og nærtstående personer i løbet af kalenderåret. Hvis en ledende medarbejder køber en mængde værdipapirer og senere indenfor det samme kalenderår sælger disse værdipapirer igen, skal begge transaktioner indgå i beregningen af, om bagatelgrænsen er overskredet.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 7* fastsætter nærmere krav til indholdet af de meddelelser og indberetninger, som skal foretages i henhold til reglerne i *stk. 1, 3 og 5*.

Bestemmelsen i *nr. 1* medfører, at der skal oplyses om navnet på personen. Det vil derfor ikke efter de foreslåede regler være muligt at foretage anonyme eller grupperede indberetninger.

Efter bestemmelsen i *nr. 2*, skal der oplyses om årsagen til, at den pågældende person er forpligtet til at meddele oplysninger om transaktionen. For ledende medarbejdere er det tilstrækkeligt, at der oplyses om stillingsbetegnelsen for personen (direktør, bestyrelsesmedlem eller lignende). For nærtstående fysiske eller juridiske personer med forbindelser til en ledende medarbejder skal der oplyses om hvilken relation til den ledende medarbejder, der er baggrunden for den pågældende persons meddelelsespligt. Det er tilstrækkeligt,

at det i indberetningen henvises til, hvilken af de i stk. 4 nævnte bestemmelser, der er grundlaget for meddelelsespligten for den nærtstående person.

Bestemmelserne i nr. 3-7 svarer til den tilsvarende bestemmelse i den gældende lovs § 37, stk. 7.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 8* giver Finanstilsynet bemyndigelse til at kunne fastsætte nærmere regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af oplysninger om transaktioner omfattet af stk. 1. Finanstilsynet kan herunder fastsætte nærmere regler om, på hvilken måde, der skal ske indberetning og offentliggørelse af oplysninger. Der findes en lignende bestemmelse i den gældende lovs § 37, stk. 7, 2. pkt.

Til § 28 b

Med de foreslåede bestemmelser i § 28 b gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 5. Bestemmelsernes formål er at regulere udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser indeholdende anbefalinger vedrørende værdipapirer, som er optaget på et reguleret marked eller for hvilke, der er indgivet en anmodning om optagelse på et sådant marked. Sådanne analyser kan have stor betydning for kursdannelsen på de regulerede markeder, hvorfor det er vigtigt, at fremlæggelse og udbredelse af analyserne sker på en redelig og gennemskelig måde.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 1* fastsætter to overordnede krav til udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser indeholdende anbefalinger. For det første skal såvel fremlæggelsen som udbredelsen af analysen ske på en redelig måde. For det andet skal der oplyses om eventuelle interesser eller interessekonflikter, som den der udarbejder eller udbreder analysen, måtte have i forhold til det analyserede værdipapir.

Kravene i stk. 1 finder kun anvendelse på finansielle analyser, som indeholder en anbefaling vedrørende et værdipapir. En analyse anses at indeholde en anbefaling, hvis der i analysen bruges ord som »køb«, »sælg« eller »hold«. Kravene finder også anvendelse, hvis der i analysen indirekte fremsættes en anbefaling, f.eks. ved at der i analysen fremsættes et mål for kursen på værdipapiret.

Kravene i stk. 1 finder desuden kun anvendelse, såfremt analysen er beregnet til udbredelse til offentligheden eller til en bredere kreds af investorer gennem brug af distributionskanaler. Investeringsrådgivning, som gives i form af personlige anbefalinger til en kunde med hensyn til køb eller salg af værdipapirer, omfattes derimod ikke af kravene i stk. 1.

Bestemmelsen i stk. 1 finder endvidere kun anvendelse på personer, der udarbejder eller udbreder analyser som led i udøvelsen af deres erhverv eller som led i deres forretninger. Kravene i stk. 1 finder således ikke anvendelse på anbefalinger fremsat af privatpersoner, f.eks. i form af tip eller lignende der offentliggøres på en Internet hjemmeside.

Der er ved Kommissionens andet direktiv om finansielle analyser fastsat detaljerede regler om kravene til redelig fremlæggelse og oplysning om interessekonflikter ved udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser. Kommissionens andet direktiv om finansielle analyser indeholder nærmere regler om, hvilke indholdsmæssige krav analyser indeholdende anbefalinger skal opfylde. Det er også i direktivet præciseret, hvilke typer af interesser og interessekonflikter, som der skal oplyses om ved fremlæggelse af analyser indeholdende anbefalinger. Endelig indeholder direktivet regler, der skal sikre, at det er muligt at identificere den fysiske eller juridiske person, der har ansvaret for udarbejdelsen eller udbredelsen af analysen. Med den i *stk. 2* foreslåede bestemmelse bemyndiges Finanstilsynet til at gennemføre disse regler i dansk ret ved udstedelse af en bekendtgørelse.

Til nr. 11

Med forslaget gennemføres en række regler om misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug i markedsmisbrugsdirektivet og Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation.

Til kapitel 10

Det foreslås at ændre overskriften til kapitel 10, så overskriften også kommer til at omfatte foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug. Dette skyldes, at det foreslås at samle en række bestemmelser om foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug i lovens § 37. Desuden foreslås det at fjerne henvisningen til "meddelelsespligt ved visse besiddelser af værdipapirer" fra kapiteloverskriften. Dette skyldes, at de gældende regler i kapitel 10 om det såkaldte "insiderregister" ophæves, og at der foreslås indført nye regler om indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes aktichandler, som i stedet placeres i lovens kapitel 7 om oplysningsforpligtelser.

Til § 34

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 1* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, første og andet afsnit, og fastlægger, hvilke værdipapirer reglerne i kapitel 10 omfatter.

Bestemmelsen i *stk. 1, nr. 1*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, første afsnit. Reglerne i markedsmisbrugsdirektivet finder allerede anvendelse fra det øjeblik, hvor der er indgivet en anmodning om optagelse af værdipapiret til notering eller handel på et reguleret marked. Som følge heraf foreslås den gældende bestemmelse ændret, således at det kommer til at fremgå, at reglerne i kapitel 10 tillige finder anvendelse på værdipapirer, for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på et reguleret marked for værdipapirer. En udsteder anses først at have anmodet om optagelse af værdipapirer til notering eller handel på det tidspunkt, hvor der er fremsendt en endelig ansøgning om optagelse til en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked.

Derudover er den foreslåede bestemmelse uændret i forhold til den gældende lov. Forbuddene mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation vil derfor fortsat være globalt anvendelige.

Bestemmelsen i *stk. 1, nr. 2*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, andet afsnit. I forhold til den gældende bestemmelse foreslås det, at bestemmelsen ændres, således at reglerne i kapitel 10 fremover vil finde anvendelse på værdipapirer, der ikke er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, men som er knyttet til et af de i *stk. 1, nr. 1*, nævnte værdipapirer. Som konsekvens heraf vil reglerne i kapitel 10 fremover også kunne anvendes på værdipapirer, der er knyttet til et værdipapir, for hvilket der alene er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på et reguleret marked.

Med forslaget til bestemmelsen i *stk. 2, 1. pkt.*, gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, første afsnit. Bestemmelsen definerer, hvad der forstås ved intern viden. Begrebet intern viden indgår som et centralt element ved afgrænsningen af den løbende oplysningsforpligtelse for udstedere i lovens § 27, stk. 1, samt af forbuddene i lovens § 35, stk. 1, og § 36 mod insiderhandel og videregivelse af intern viden.

I forhold til den eksisterende definition i lovens § 34, stk. 2, foreslås der to ændringer, der har til formål at bringe fuldstændig overensstemmelse mellem markedsmisbrugsdirektivets og lovens definition af intern viden.

For det første foreslås det, at der til definitionen tilføjes et krav om, at oplysningerne skal kunne antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer. Mærkbarhedskriteriet indebærer, at oplysningerne skal kunne antages at have en vis betydning for kursdannelsen, før man kan statuere en overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel og videregivelse af intern viden. Kravet om mærkbar kurspåvirkning er yderligere afgrænset i den foreslåede bestemmelses *stk. 3, nr. 2*.

For det andet foreslås det, at definitionen tilføjes et krav om, at der skal være tale om specifikke oplysninger. Kravet om specificitet medfører, at oplysninger af usikker eller generel karakter ikke omfattes af begrebet intern viden. Kravet er yderligere afgrænset i den foreslåede *stk. 3, nr. 1*.

Mærkbarhedskriteriet og kravet om specificitet indgik også som en del af definitionen af intern viden i Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 (insiderdirektivet). Man valgte ved gennemførelsen af insiderdirektivet i dansk ret ved lov nr. 343 af 6. juni 1991 at undlade at medtage disse elementer i lovens definition. Dette var muligt, da det udtrykkeligt fremgik af insiderdirektivets artikel 6, at medlemsstaterne kunne udvide rækkevidden af direktivets forbud. En tilsvarende bestemmelse findes ikke i markedsmisbrugsdirektivet, og det foreslås derfor, at kravene medtages i lovens definition af intern viden.

Det blev dog under forberedelsen af loven fra 1991 samtidig tilkendegivet, at mærkbarheds- og specificitetskravene næppe adskiller sig fra, hvad der er gældende danske ret. Det blev vurderet, at domstolene under alle omstændigheder må antages at anlægge en væsentlighedsbetragtning, således at oplysninger skal have en vis betydning for kursdannelsen, for at man statuere overtrædelse af insiderforbuddene jf. Børsudvalgets betænkning 1216, s. 28. Det blev også af Børsudvalget vurderet, at insiderdirektivets krav om præcis karakter skønnes at have ringe selvstændig betydning jf. betænkning 1216, s. 26. Den foreslåede tilføjelse af kravene om mærkbarhed og specificitet vil derfor ikke medføre nogen betydelig lempelse i forhold til den gældende praksis fra domstolene.

Bestemmelserne i *stk. 2, 2. og 3. pkt.*, viderefører de gældende regler i lovens § 34, stk. 2, 2. og 3. pkt. I 3. pkt. er der som konsekvens af, at det i forslaget § 1, nr. 8, foreslås, at den løbende oplysningsforpligtelse udvides til også at finde anvendelse på værdipapirer, der handles på autoriserede markedspladser, tilføjet, at intern viden kan anses for offentliggjort, når oplysningen er videresendt fra en autoriseret markedsplads.

Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 3* gennemføres artikel 1 i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. Bestemmelsen indeholder en nærmere afgrænsning af, hvad der forstås ved "specifikke oplysninger" henholdsvis "oplysninger som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer". De to begreber indgår som delelementer i definitionen af intern viden i *stk. 2*.

Bestemmelsen i *stk. 3, nr. 1*, afgrænser nærmere, hvad der forstås ved begrebet "specifikke oplysninger". Bestemmelsen indeholder to led.

Bestemmelsens første led stiller krav om, at de begivenheder eller forhold, som oplysningen vedrører, skal være indtrådt eller foreligge, eller med rimelighed kunne forventes at komme til at indtræde eller foreligge i fremtiden. Løse og udokumenterede rygter vil således ikke kunne udgøre intern viden. Omvendt kan en oplysning være specifik, selv om de forhold eller begivenheder, som oplysningen vedrører, senere viser sig ikke at foreligge eller indtræde. En oplysning om igangværende fusionsforhandlinger involverende et børsnoteret selskab vil således kunne være intern viden, uanset at det senere viser sig, at fusionen ikke gennemføres.

Bestemmelsens andet led stiller krav om, at oplysningen skal være tilstrækkelig præcis til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forhold eller begivenheders indvirkning på kursdannelsen. Kravet medfører, at oplysninger af vag og generel karakter ikke udgør intern viden. Uanset at en oplysning vedrører flere forhold eller begivenheder, hvoraf kun nogle er af præcis karakter, kan oplysningen, i det omfang den vedrører præcise forhold, stadig anses som intern viden. F.eks. vil en oplysning om et kommende overtagelsestilbud kunne være intern viden, uanset at der endnu ikke foreligger præcise oplysninger om prisen. Oplysninger, der vedrører forhold eller begivenheder, der fremtræder som alternativer, vil ligeledes kunne være præcise. En oplysning om et kommende overtagelsestilbud på et ud af to børsnoterede selskaber vil således kunne udgøre intern viden, uanset at det ikke står klart hvilke af de to selskaber, der vil blive genstand for overtagelsestilbuddet.

Bestemmelsen i *stk. 3, nr. 2*, afgrænser nærmere, hvad der forstås ved begrebet "oplysninger som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer".

Vurderingen af, hvorvidt en given ikke-offentliggjort oplysning må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, må foretages med baggrund i de oplysninger, som forelå på det tidspunkt, hvor insideren foretager den i forhold til insiderforbuddene relevante disposition. Omfanget af den faktiske kursændring efter, at oplysningen offentliggøres, er således i princippet uden betydning for vurderingen af, om der er tale om intern viden.

Bestemmelsen fastslår, at der, ved vurderingen af om en oplysning kan antages at få mærkbar betydning for kursdannelsen, skal lægges vægt på den forventede adfærd hos en fornuftig investor, dvs. en investor der tænker og handler på rationel vis. Det afgørende er, om der er tale om oplysninger, som en sådan investor sandsynligvis ville tage i betragtning som en del af grundlaget for sin investeringsbeslutning. Der ligger ikke heri noget krav om, at oplysningerne skal have været bestemmende eller udslagsgivende for investeringsbeslutningen.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 4* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, tredje afsnit, der omhandler den såkaldte "frontrunning". Med bestemmelsen foreslås det præciseret, at en værdipapirhandlers viden om en kundes planer om køb eller salg af et bestemt værdipapir udgør intern viden, såfremt oplysningerne i øvrigt opfylder betingelserne i *stk. 2* og *3*. Bestemmelsen vil således forhindre en værdipapirhandler i at handle med et værdipapir, efter at han fra en kunde får kendskab til dennes endnu ikke offentliggjorte planer om køb eller salg af det pågældende værdipapir. Sådant viden er allerede efter den gældende lov omfattet af begrebet intern viden. Den foreslåede bestemmelse i *stk. 4* har derfor alene til formål at sikre en korrekt gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivets bestemmelse herom.

Bestemmelsen i den gældende lovs § 34, *stk. 4*, der definerer kredsen af såkaldte primære insidere, foreslås ophævet. Bestemmelsen har betydning for afgrænsningen af den gældende lovs regler om udarbejdelse af interne regler, insiderlister og for reglerne om insiderregisteret. Som følge af gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet er det nødvendigt, at disse bestemmelser i den gældende lov ændres eller ophæves. Da bestemmelsen i den gældende lovs § 34, *stk. 4*, herefter ikke længere har nogen selvstændig betydning, foreslås den ophævet.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 5, 1. pkt.*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, andet afsnit, som fastsætter en speciel definition af intern viden for så vidt angår råvareinstrumenter. Råvareinstrumenter er afledte finansielle instrumenter, hvis værdi afhænger af nærmere bestemte råvarepriser eller råvareprisindeks uden hensyntagen til, om de er med fysisk levering eller kontant afregning.

Årsagen til, at det i markedsmisbrugsdirektivet er fundet nødvendigt at fastsætte en speciel definition af intern viden for så vidt angår råvareinstrumenter, er, at markedene for handel med råvareinstrumenter adskiller sig fra andre værdipapirmarkeder på en række punkter. Til forskel fra lovens almindelige definition stilles der ikke ved afgrænsningen af specialdefinitionen for råvareinstrumenter krav om, at oplysningerne skal kunne antages at medføre en væsentlig kurspåvirkning eller være af specifik karakter. Det afgørende er i stedet, om der er tale om oplysninger, som brugere af det pågældende marked forventer at modtage.

Bestemmelsen i *stk. 5, 2. pkt.*, gennemfører artikel 4 i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. Det er i den foreslåede bestemmelse nærmere præciseret, hvilke oplysninger brugere af markeder for råvareinstrumenter forventer at modtage. De oplysninger, som de (oftest professionelle) brugere af disse markeder forventer at modtage, varierer stærkt mellem de enkelte markeder og beror i høj grad på, hvad der er praksis for på markedene. Afgrænsningen af, hvad der forstås ved intern viden på sådanne markeder, må derfor ske ud fra, hvilke oplysninger brugerne af det pågældende marked normalt tilføres eller skal tilføres i kraft af bestemmelser om offentliggørelsespligt i lov, bekendtgørelse eller det pågældende markeds egne regelsæt.

Til § 35

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 1* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, *stk. 1* og *2*, og indeholder forbuddet mod insiderhandel. Bestemmelsen svarer til den gældende lovs § 35, *stk. 1*.

[DI: DI bemærker, at udkastet til § 35 *stk. 1* for så vidt angår sidste led forekommer svært foreneligt med ordlyden af markedsmisbrugsdirektivet, hvoraf fremgår, at:

"Artikel 2, *stk. 1*. Medlemsstaterne forbyder personer som nævnt i andet afsnit, der er i besiddelse af intern viden, at benytte denne viden ved direkte eller indirekte, for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde eller forsøge at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører."

Det kvalificerende led i den danske lovtæst: "..., som kan være af betydning for handelen." forekommer uforeneligt med en ordlydsfortolkning af markedsmisbrugsdirektivet, som indebærer at udgangspunktet er et absolut forbud mod handel på grundlag af insiderviden for en omfattede personkreds.

I øvrigt er forslaget sidste led en art dobbeltkonfekt, idet definitionen af insiderviden i vid udstrækning vil imødekomme de samme virkninger. Undtaget er dog formentlig tilfælde af informationsparitet som alt andet lige nødvendigvis vil være have som følge, at den interne viden er uden betydning for handelen.

DI skal opfordre til at bestemmelsens sidste led udgår, eller at man overvejer at implementere markedsmisbrugsdirektivets ordlyd direkte for derved at markere en forandring som følge af implementering af direktivet.]

Den særlige regel om værdipapirhandlers medvirken i den gældende lovs § 35, stk. 2, foreslås ophævet. Bestemmelsen i den gældende lov har til formål at vanskeliggøre handel med værdipapirer foretaget af værdipapirhandlers kunder på baggrund af intern viden. Dette præventive formål varetages efter forslaget i stedet af de foreslåede regler i § 37, stk. 6 og 7, hvorefter personer, der gennemfører transaktioner med værdipapirer som led i deres erhverv, får pligt til at underrette myndighederne, hvis de medvirker til gennemførelse af transaktioner, hvor der foreligger en rimelig begrundet mistanke om, at der kan foreligge insiderhandel eller kursmanipulation. Den gældende lovs § 35, stk. 2, foreslås på den baggrund ophævet.

I betragtningerne til markedsmisbrugsdirektivet er nævnt to eksempler på situationer, som ikke i sig selv bør betragtes som insiderhandel.

Det første eksempel er beskrevet i markedsmisbrugsdirektivets betragtning 29 og vedrører brug af intern viden om et andet selskab i forbindelse med fremsættelse af et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over eller at foreslå en fusion med det andet selskab. I forbindelse med forhandlinger om virksomhedsovertagelse og fusion er det normal praksis, at potentielle købere i samarbejde med deres rådgivere, forinden et købstilbud fremsættes, foretager en detaljeret undersøgelse (en såkaldt due diligence) af målselskabet. I forbindelse med en sådan undersøgelse er der risiko for, at den potentielle køber kommer i besiddelse af intern viden.

[DI: Bemærkningen må således, at den tager sigte på forhandlinger om virksomhedsovertagelser hvor en (potentiel) tilbudsgiver samarbejder med målselskabet om tilbudsfremsættelsen. Due diligence vil næppe forekomme ved uinviterede overtagelsestilbud (fjendtlige overtagelsestilbud).]

Som konsekvens heraf er den potentielle køber afskåret fra at handle med aktierne i målselskabet, indtil den interne viden er offentliggjort. Hvis resultatet af den foretagne due diligence bliver negativt, og der ikke fremsættes noget købstilbud, må den undersøgende part og dennes rådgivere derfor afvente offentliggørelsen af den interne viden, forinden der foretages handel med målselskabets aktier. Det samme gælder i perioden op til offentliggørelsen af et eventuelt købstilbud.

[DI: Det er ønskeligt, at der tages stilling til, om en gennemført due diligence er en oplysning som i sig selv medfører oplysningspligt, samt, i særdeleshed om et negativt resultat af en due diligence er et forhold som skal medføre oplysningspligt. I hvert fald vil det være til gavn, at det tages stilling til, om det er forhold som der er en forhåndsformodning for, vil have en kurspåvirkende effekt eller ikke.]

Forbuddet mod insiderhandel forhindrer dog ikke fremsættelse af et offentligt købstilbud i en sådan situation, såfremt det af tilbudsgiver med rimelighed kan antages, at investorenes interesser varetages på anden vis end ved offentliggørelse af den interne viden. Ved fremsættelse af et offentligt købstilbud varetages interesserne for aktionærerne i målselskabet bl.a. ved reglerne i lovens §§ 31-32 om tilbudspligt og udarbejdelse og offentliggørelse af et tilbudsdokument. Risikoen for, at aktionærernes interesser skades, fordi de ikke har adgang til den interne viden, som tilbudsgiver måtte være kommet i besiddelse af ved en forudgående due diligence, er derfor ringe. Indholdet af den interne viden må antages at blive taget i betragtning af tilbudsgiver ved fastsættelsen af den pris, som aktionærerne tilbydes. Derudover følger det af bekendtgørelse nr. 827 af 10. november 1999 om tilbudspligt, om frivillige overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser, at bestyrelsen i målselskabet er forpligtet til at udarbejde en redegørelse til selskabets aktionærer om fordele og ulemper ved tilbuddet, herunder set i forhold til selskabets forventede udvikling. Bestyrelsen i målselskabet er ved udarbejdelsen af redegørelsen forpligtet til at varetage aktionærernes interesser jf. aktieselskabslovens § 54. Indholdet af den interne viden vil derfor indgå i vurderingsgrundlaget for den anbefaling, som bestyrelsen skal give aktionærerne i redegørelsen.

[DI: Vi opfordrer Finanstilsynet til at give dette afsnit en yderligere overvejelse, idet vi ikke er ganske overbevist om holdbarheden af den anvendte argumentation. I den forbindelse henvises i øvrigt til Jesper Lau Hansen i UFR2001B417: Due diligence og insiderhandel og om den civile retlige retsfølge, David Moalem: Insiderhandel – et obligationalretligt studium. Dette er – som de fleste af de øvrige forslag i dette udkast - et

Formateret: Indrykning:
Første linje: 0 cm

retsområde af betydelig praktisk vigtighed og det er af stor værdi, hvis bemærkningerne er udførlige, beskrivende og præcise.

Det andet eksempel er beskrevet i markedsmisbrugsdirektivets betragtning 30. Enhver transaktion med værdipapirer forudsætter en forudgående beslutning om gennemførelse af transaktionen fra handelens parter. Efter omstændighederne vil kendskab til planer om en tredjemands køb eller salg af værdipapirer kunne udgøre intern viden, særligt hvis der er tale om en betydelig mængde værdipapirer. Det er dog klart, at det forhold, at transaktionens parter besidder viden om deres egen forestående handel, ikke kan føre til, at parterne er afskåret fra at gennemføre handelen. Forbuddet mod insiderhandel finder ikke anvendelse i en sådan situation.

[DI: Vi formoder at der sigtes til, at en fysisk eller juridisk persons viden om sin egen beslutning om køb af værdipapirer ikke udgør intern viden, hvorimod viden om tredjemands beslutning om køb af værdipapirer vil kunne udgøre intern viden.]

Med forslaget til bestemmelsen i *stk. 2* gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 3. Bestemmelsen fastsætter en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel.

Såfremt en transaktion gennemføres til opfyldelse af en forpligtelse, som er blevet bindende forinden parterne til transaktionen opnår intern viden, følger det af den foreslåede bestemmelse i *stk. 2*, at forbuddet i *stk. 1* ikke finder anvendelse. Det afgørende er, at parterne, på det tidspunkt hvor der opnås intern viden, er kontraktligt forpligtede til at gennemføre transaktionen på vilkår, som følger af en aftale, der er indgået, inden der opnåedes intern viden. Parterne har ikke nogle valgmuligheder i forhold til transaktionen, og der kan derfor heller ikke siges at foreligge noget misbrug af intern viden.

Bestemmelsens tilsigtede anvendelsesområde er bl.a. handel med finansielle futures omfattet af lovens § 2, stk. 1, nr. 6. Finansielle futures er aftaler, hvor parterne forpligter sig til at købe henholdsvis sælge et givet antal værdipapirer til en på forhånd aftalt kurs på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Det karakteristiske for finansielle futures er således, at de grundlæggende betingelser for handelen ligger fast ved aftalens indgåelse, uanset at transaktionen først skal gennemføres på et bestemt fremtidigt tidspunkt.

[DI: Det kunne måske af hensyn til klarhed præciseres, at bestemmelsen således ikke kan finde anvendelse på en virksomheds opfyldelse af en medarbejderoptionsordning, idet medarbejderen typisk først på et tidspunkt efter indgåelsen af selve aftalen om erhvervelse af aktietegningsretten (optionen) skal tage stilling til, om vedkommende vil erhverve den underliggende aktie eller ej. På dette senere tidspunkt vil den pågældende såfremt vedkommende er i besiddelse af intern viden kunne spekulere på de øvrige aktionærers bekostning (udvanding). I den forbindelse må der sondres klart mellem medarbejderens hhv. udstederens besiddelse af intern viden. En medarbejder vil således kunne være afskåret fra at exercise sin option såfremt vedkommende er i besiddelse af intern viden, hvorimod selskabet, som ved exercise er kontraktsmæssigt forpligtet efter en forpligtelse indgået på et tidligere tidspunkt, til at opfylde optionsaftalen, hvorfor selskabet (udstederen) må kunne anvende undtagelsen i det her beskrevne tilfælde.]

Bestemmelsen i *stk. 3* viderefører den gældende regel i lovens § 35, stk. 3. Den foreslåede bestemmelse er uændret i forhold til bestemmelsen i den gældende lov. Der henvises til bemærkningerne hertil.

Bestemmelsen i *stk. 4* gennemfører dele af markedsmisbrugsdirektivets artikel 7. Bestemmelsen fastsætter en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel, således at suveræne stater, disse staters centralbanker og Det Europæiske System af Centralbanker kan handle værdipapirer som led i deres pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik. I forhold til den tilsvarende regel i den gældende lovs § 35, stk. 4, er bestemmelsen i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivet udvidet til også at omfatte Det Europæiske System af Centralbanker.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 5* gennemfører dele af markedsmisbrugsdirektivets artikel 8. Bestemmelsen fastsætter en begrænset undtagelse til forbuddet mod insiderhandel for handel med egne aktier i forbindelse med tilbagekøbsprogrammer og for handel med værdipapirer som led i stabiliseringen af kursen på et værdipapir. Handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer kan udnyttes til styrkelse af udsteders egenkapital eller opfyldelse af forpligtelser i forbindelse med konvertible gældsinstrumenter eller optionsprogrammer for medarbejderaktier. Stabilisering af kursen på et værdipapir i en begrænset periode under en

børsintroduktion eller en emission kan være nødvendig for at ansøre små og mellemstore virksomheder til at benytte de regulerede markeder og derudover være gavnlige for investorenes tillid.

Undtagelsen gælder kun, såfremt sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med betingelserne i Kommissionens forordning om tilbagekøb og stabilisering. Disse betingelser sikrer, at transaktionerne sker under gennemsigtige forhold, således at der ikke opstår risiko for insiderhandel.

Reglerne i forordningen fastsætter alene en "safe harbour", således at transaktioner, der gennemføres i overensstemmelse med betingelserne i forordningen, falder udenfor forbuddet i stk. 1. Overtrædelse af betingelserne i forordningen er ikke sanktioneret med straf. Der foreligger endvidere ikke nogen formodning for, at reglerne om insiderhandel er overtrådt, såfremt en transaktion gennemføres udenfor betingelserne i forordningen. Der kan således ikke sluttes modsætningsvist fra den foreslåede bestemmelse i stk. 5, 1. pkt. Hvorvidt der foreligger en overtrædelse af stk. 1 må afgøres ved en selvstændig vurdering af, om de almindelige betingelser for forbuddets anvendelse er opfyldt.

Til § 36

Den foreslåede bestemmelse gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a. Bestemmelsen svarer til den gældende lovs § 36, stk. 1. Der henvises til bemærkningerne hertil.

Reglerne i den gældende lovs § 36, stk. 2, om udarbejdelse af interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har brug herfor, foreslås overført til den nye bestemmelse i § 37, stk. 2. Der henvises til bemærkningerne til denne bestemmelse.

Til § 37

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 1* viderefører reglerne i den gældende lovs § 37, stk. 1, 1. pkt., og § 37 a, stk. 1 og 2.

Efter den gældende § 37, stk. 1, 1. pkt., skal en udsteder af aktier, der er optaget til notering på en fondsbørs eller til handel på en autoriseret markedsplads, og dennes moderselskab udarbejde interne regler for de i § 34, stk. 4, nævnte personers adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte aktier. Efter § 37 a, stk. 1, skal en udsteder af andre værdipapirer end aktier, der er optaget til notering på en fondsbørs eller til handel på en autoriseret markedsplads, og dennes moderselskab udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer.

Indholdet af disse to regler foreslås sammenskrevet i bestemmelsens *stk. 1, 1. pkt.*, der efter forslaget vil gælde for udstedere af alle værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads samt disse udstederes moderselskaber. Den personkreds, som de interne regler skal gælde for, foreslås afgrænset på samme måde som ved reglen i den gældende lovs § 37 a, stk. 1, således at de interne regler skal udarbejdes for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejderes adgang til for egen eller tredjemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer.

De foreslåede bestemmelser i *stk. 1, 2. og 3. pkt.*, svarer til bestemmelsen i lovens § 37 a, stk. 2.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 2, 1. pkt.*, gennemfører dele af artikel 3, stk. 2, i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. I forhold til de gældende regler i lovens § 36, stk. 2, 1. pkt., foreslås det at udvide pligten til at udarbejde interne regler til også at omfatte udstedere af værdipapirer, der alene er genstand for en anmodning om optagelse til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads. Dette er en følge af, at markedsmisbrugsdirektivets regler generelt finder anvendelse allerede fra det tidspunkt, hvor der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på et reguleret marked jf. markedsmisbrugsdirektivets artikel 9, første afsnit.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 2, 2. pkt.*, svarer til den gældende regel i lovens § 36, stk. 2, 2. pkt.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 3* gennemfører dele af artikel 3, stk. 2, i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation og fastsætter nærmere krav til indholdet af de interne regler, som udstedere af værdipapirer er forpligtede til at udarbejde i henhold til den foreslåede § 37, stk. 2, 1. pkt.

Af den foreslåede bestemmelse følger et overordnet krav om, at de interne regler er effektive jf. formuleringen "bestemmelser, hvorigennem det effektivt sikres". Reglerne må udformes på en måde, så det sikres, at de relevante personer i udsteders virksomhed har forståelse for rækkevidden af lovens forbud mod videregivelse af intern viden herunder om forståelsen af begrebet intern viden. Udsteder skal endvidere sikre, at ledelsen og andre relevante personer til enhver tid er bekendt med indholdet af de interne regler.

Med det i bestemmelsens *stk. 3, nr. 1*, foreslåede krav fastsættes, at udsteder ved formulering af de interne regler skal sikre, at intern viden alene er tilgængelig for de personer hos udsteder, der har brug herfor som led i deres funktioner. De interne regler skal således ikke alene sikre, at intern viden ikke kommer til en udenforstående tredjemands kendskab men også, at intern viden kun tilgår de personer internt i udsteders virksomhed, der har brug herfor, som led i deres funktioner.

Kravet i den foreslåede *stk. 3, nr. 2*, medfører, at det i de interne regler må fastlægges, hvilke konsekvenser en overtrædelse af lovens forbud mod videregivelse af intern viden kan få for virksomheden og den enkelte medarbejder. Udover at oplyse om de lovgivningsmæssige konsekvenser skal det i de interne regler angives, hvilke interne procedurer til sikring af, at reglerne overholdes, der gælder i udsteders virksomhed.

Endelig følger det af den foreslåede bestemmelse i *stk. 3, nr. 3*, at der i de interne regler skal fastsættes procedurer, der sikrer, at der straks sker offentliggørelse i tilfælde af, at der er sket videregivelse af intern viden. Offentliggørelse skal dog ikke ske, hvis videregivelse er sket til en tredjemand, der er underlagt tavshedspligt jf. herved henvisningen til bestemmelsen i den foreslåede § 27, stk. 2, 3. pkt. (forslagets § 1, nr. 8).

De foreslåede bestemmelser i *stk. 4, 1. og 2. pkt.*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 3, tredje afsnit.

Bestemmelsen i *stk. 4, 1. pkt.*, fastsætter en pligt for udstedere af værdipapirer til at udarbejde og ajourføre en fortegnelse over de personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden (en såkaldt insiderliste). Insiderlister skal udarbejdes af enhver udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller autoriseret markedsplads eller for hvilke, der er indgivet anmodning om sådan optagelse jf. herved henvisningen til § 34, stk. 1, nr. 1, i den foreslåede bestemmelse.

I forhold til den tilsvarende regel i den gældende lovs § 37, stk. 1, 2. pkt., er der tale om en ændring i den personkreds, som udsteder skal medtage på insiderlisten. Listen skal omfatte enhver person, der arbejder for udsteder, som har adgang til intern viden. En person skal anføres på listen, uanset om den pågældende person regelmæssigt har adgang til intern viden, eller om adgangen til den interne viden alene er af mere enkeltstående karakter. Listen skal endvidere omfatte alle personer, der arbejder for udsteder, som har adgang til intern viden, dvs. både personer, der er ansat i udsteders virksomhed, og personer, der er ansat i andre virksomheder, der udfører arbejdsopgaver for udsteder. Endvidere følger der af den foreslåede bestemmelse en pligt for udsteder til løbende at opdatere listen.

Efter den foreslåede bestemmelse i *stk. 4, 2. pkt.*, gælder pligten til at udarbejde insiderlister også for fysiske og juridiske personer, der handler på vegne af en udsteder som nævnt i bestemmelsens 1. pkt. Dette er en udvidelse i forhold til den gældende bestemmelse i lovens § 37, stk. 1, 2. pkt., der alene gælder for udstedere. Bestemmelsen vil kunne få betydning for f.eks. advokater, revisorer eller værdipapirhandlere, der handler på vegne af udstedere, og som derigennem opnår adgang til intern viden.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 4, 3. pkt.*, viderefører den gældende regel i lovens § 37, stk. 1, 3. pkt., hvorefter de personer, der omfattes af insiderlisterne, skal orienteres herom.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 5* gennemfører dele af markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 3, tredje afsnit. Bestemmelsen svarer til den gældende regel i lovens § 37 a, stk. 3.

Forslaget til *stk. 6, 1. pkt.*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 9. Med den foreslåede bestemmelse fastsættes regler om underretningspligt for fysiske og juridiske personer, der gennemfører transaktioner, som med rimelighed kan antages at udgøre en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel i lovens § 35, stk. 1, eller forbuddet mod kursmanipulation i lovens § 39, stk. 1. Formålet med de foreslåede regler er at styrke efterforskningen af sager om insiderhandel og kursmanipulation. Lignende regler om underretningspligt gælder allerede i dag i forhold til transaktioner, hvor der er mistanke om, at transaktionen

har tilknytning til hvidvaskning af penge, jf. § 10 og 12 i lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme («hvidvaskloven»).

Pligten til underretning påhviler først og fremmest værdipapirhandlere, hvorved forstås den personkreds, der er defineret i lovens § 4, stk. 1. Endvidere påhviler underretningspligten som følge af reglen i lovens § 4, stk. 2, tillige udenlandske kreditinstitutter og investeringselskaber, som i medfør af lovens § 20, stk. 2, er optagede som medlemmer på en dansk fondsbørs, eller som i medfør af lovens § 64, stk. 3, har indgået en tilslutningsaftale med en værdipapircentral – de såkaldte fjernmedlemmer.

Pligten til underretning er betinget af, at den underrettende person med rimelighed kan antage, at transaktionen udgør kursmanipulation eller insiderhandel. Det er ikke nødvendigt, at værdipapirhandleren kan føre bevis for, at der foreligger en overtrædelse af lovens forbud. Det er tilstrækkeligt, at værdipapirhandleren er i besiddelse af oplysninger, hvorefter der kan opstå mistanke om, at transaktionen udgør insiderhandel eller kursmanipulation. Underretning skal ske til Finanstilsynet.

Bestemmelsen medfører ikke nogen selvstændig og aktiv undersøgelsespligt. Ansvar for markedsovervågning og efterforskning af sager om insiderhandel og kursmanipulation ligger således fortsat hos de kompetente myndigheder. Bestemmelsen har karakter af en agtsomhedspligt, der pålægger først og fremmest værdipapirhandlere at se sig for og informere myndighederne, hvis der er mistanke om, at en gennemført transaktion udgør insiderhandel eller kursmanipulation.

Med de foreslåede bestemmelser i *stk. 6, 2. og 3. pkt.*, gennemføres artikel 11, stk. 3, i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. Formålet med bestemmelserne er at sikre, at den underrettende person ikke risikerer at pådrage sig ansvar som følge af underretningen. Herved sikres, at underretningssystemet bliver effektivt, og at personer, der er underlagt til underretning ikke holder sig tilbage på grund af risikoen for pådragelse af et eventuelt straffe- eller civilretligt ansvar. Ansvarsfriheden gælder efter bestemmelserne både i relation til bestemmelser om tavshedspligt og øvrige regler om ansvar. Bestemmelserne svarer i øvrigt til de tilsvarende bestemmelser i hvidvasklovens § 12, stk. 2.

[DI: I lovtæksten anvendes den danske direktivtekst begreb "god tro" som betingelse for ansvarsfrihed for meddeleren. I den engelske version anvendes begrebet "good faith", i den tyske version "in gutem Glauben" og i den franske version "bonne foi". Kendetegnene for disse tre retssystemer er, at begreberne der refererer til et videre normsystem end sædvanlig anvendelse af god tro begrebet i dansk ret. Dansk rets god tro begreb er formentlig noget snævrere end de øvrige. Dansk rets god tro begreb refererer typisk til en persons forståelse af et givet retsfaktum, fx i relation til beskyttelsen af retserhververe i god tro (i betydningen at vedkommende ikke vidste eller burde have vidst bedre i relation til sin forståelse af det pågældende faktum). Derimod introduceres ved bestemmelsen i udkastet et nyt begreb i børsretten, nemlig et børsretligt god tro kriterium. Det kunne være ganske nyttigt med en beskrivelse af hvordan bestemmelsen i praksis skal forstås, eller måske mere retvisende at vælge et begreb som synes mere passende i forhold til dansk retstradition. Det forekommer således ikke rammende, at en værdipapirhandler skal være i god tro med hensyn til en rimeligt begrundet mistanke. "God tro" kunne måske overvejes erstattet med "med rimelig grund", ikke uden rimelig grund eller "loyalt" (refererende til den obligationsretlige loyalitetspligt, som er det begreb som "good faith", "gutem Glauben" og "bonne foi" refererer til).]

Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 7, 1. pkt.*, gennemføres artikel 11, stk. 1, 1. pkt., i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. Efter forslaget er fysiske og juridiske personer, der foretager underretning om mistænkelige transaktioner til Finanstilsynet, forpligtet til at hemmeligholde oplysninger om, at der er foretaget en sådan underretning. Formålet med bestemmelsen er at sikre, at behandlingen af sager om mistænkelige transaktioner hos Finanstilsynet kan ske på en effektiv måde og uden, at omverdenen bliver bekendt med, at der foreligger en mistænkelig transaktion. Den foreslåede regel vil navnlig forhindre, at den underrettende person informerer den person, som transaktionen er gennemført for, eller dennes repræsentanter, om at der er foretaget underretning til Finanstilsynet. Der findes en tilsvarende regel i hvidvasklovens § 12, stk. 1.

Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 7, 2. pkt.*, gennemføres artikel 11, stk. 1, 2. pkt., i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. I bestemmelsen er det præciseret, at opfyldelsen af pligten til hemmeligholdelse om foretagne underretninger ikke påfører den pågældende fysiske eller juridiske person

nogen form for ansvar. Bestemmelsen om ansvarsfrihed vil navnlig betyde, at den pågældende fysiske eller juridiske person ikke kan pådrage sig et eventuelt kontraktligt ansvar som følge af hemmeligholdelsen.

Forslaget til bestemmelserne i *stk. 8* og *stk. 9* svarer til de gældende regler i lovens § 38. Der henvises til bemærkningerne hertil.

Formålet med den foreslåede bestemmelse i *stk. 10* er at give mulighed for, at de tekniske regler om insiderlister og underretningspligt i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. kan gennemføres ved udstedelse af en bekendtgørelse. Kommissionens direktiv indeholder bl.a. nærmere krav til indhold, opdatering og opbevaring af insiderlister. Direktivet indeholder endvidere detaljerede krav til indholdet og formen af en underretning om mistænkelige transaktioner. Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 10* bemyndiges Finanstilsynet til at gennemføre disse regler i dansk ret ved udstedelse af en bekendtgørelse.

Til § 38

[DI]: Indledningsvis bemærkes, at bestemmelsen suppleres af Straffelovens § 296 hvorefter: "Med bøde eller fængsel indtil 1 år straffes den, som, uden at betingelserne for at anvende § 279 foreligger,

1) udspreder løgnagtige meddelelser, hvorved prisen på varer, værdipapirer eller lignende genstande kan påvirkes,

2) gør urigtige eller vildledende angivelser angående aktieselskabers, andelsselskabers eller lignende foretagenders forhold gennem offentlige meddelelser, i beretninger, regnskabsopgørelser eller erklæringer til generalforsamlingen eller nogen selskabsmyndighed, ved anmeldelse til handelsregistret eller aktieselskabsregistret eller i indbydelse til dannelse af sådanne selskaber eller udbud af andele i dem,

3) overtræder de for aktieselskaber eller andre selskaber med begrænset ansvar gældende bestemmelser med hensyn til udfærdigelse af aktiebrev, andelsbeviser eller interimbeviser, anvendelse af overskud, udbetaling af udbytte og tantieme eller tilbagebetaling af indskud.

Man kunne måske i hvert i bemærkningerne bemærke bestemmelsens eksistens idet den til tider synes glemmt, desuagtet at den kan være et udmærket supplement til § 38. Endvidere kunne man måske gøre bemærkning om afgrænsningen mellem bestemmelserne, herunder i hvilket omfang det vurderes at bestemmelsens gemingsindhold i praksis kan finde, eller finder, anvendelse parallelt med § 38.

Med de foreslåede bestemmelser i § 38 gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, der definerer, hvad der forstås ved kursmanipulation. For at investorerne kan have tillid til de regulerede markeder, er det af væsentlig betydning, at kursdannelsen på de handlede værdipapirer sker på grundlag af korrekte og pålidelige oplysninger. Adfærd fra markedsdeltageres side, der har til hensigt eller som resultat at påvirke kursdannelsen i en retning, som denne ellers ikke ville have taget under normale markedsforhold, er skadelig for tilliden til markederne. Formålet med det foreslåede forbud mod kursmanipulation er at hindre, at sådan adfærd finder sted.

Den foreslåede definition i § 38, *stk. 1*, erstatter den gældende definition i lovens § 34, *stk. 3*. Den gældende lovs § 34, *stk. 3*, indeholder en udtømmende opregning af hvilke former for adfærd, der udgør kursmanipulation. I forhold til de gældende regler medfører den foreslåede definition en noget bredere afgrænsning af begrebet kursmanipulation jf. nærmere nedenfor. Kursmanipulation vil derfor fremover kunne bestå i andre former for adfærd, end de der er omfattet af den gældende lovs § 34, *stk. 3*. Denne udvidelse af bestemmelsen er nødvendig for at bringe de danske regler i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivet. Den bredere afgrænsning af begrebet kursmanipulation må i øvrigt ses i sammenhæng med den i *stk. 3* foreslåede undtagelse, hvorefter transaktioner og handelsordrer, der er legitime og i overensstemmelse med accepteret markedspraksis, ikke omfattes af begrebet kursmanipulation.

Det foreslås at videreføre betingelsen efter den gældende lov, hvorefter de omfattede handlinger skal være egnet til at påvirke kursen på værdipapiret i en retning, der afviger fra kursen i markedet. I lighed med hvad der er tilfældet efter den gældende lov, stilles der ikke noget krav om, at handlingen rent faktisk medfører en kurspåvirkning eller, at kurspåvirkningen er væsentlig.

Egnethedskravet medfører, at det som udgangspunkt er tilstrækkeligt for, at en adfærd omfattes af bestemmelsen, at adfærden har eller er egnet til at have en bestemt indvirkning på kursen. Det er derfor som

udgangspunkt ikke afgørende for, om et forhold falder indenfor den foreslåede definition, om formålet eller hensigten med adfærden er at manipulere med kursen. Dette er i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets definition af kursmanipulation, som bygger på aktøremes adfærd og ikke deres hensigt eller formål med adfærden jf. Kommissionens forslag til markedsmisbrugsdirektivet, KOM (2001) 281 endelig udg., s. 6. Den foreslåede bestemmelse i stk. 1, nr. 3, udgør dog en undtagelse til dette udgangspunkt jf. nærmere nedenfor. Derudover foreslås der indført en bestemmelse i stk. 4, hvorefter transaktioner og handelsordrer med et legitimt formål, under visse omstændigheder vil kunne falde udenfor lovens definition af kursmanipulation.

Kursmanipulation kan efter de her foreslåede regler bestå i udspredelse af oplysninger jf. stk. 1, nr. 1, og i faktiske handlinger i form af afgivelse af handelsordrer og gennemførelse af transaktioner jf. nærmere stk. 1, nr. 2-4.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 1, nr. 1*, vedrører udbredelse af oplysninger, der er egnet til at give urigtige eller vildledende signaler om udbud, efterspørgsel eller kursen på værdipapirer. Bestemmelsen omfatter både urigtige eller vildledende oplysninger, der direkte vedrører værdipapirer, og urigtige eller vildledende oplysninger om udstedere af værdipapirer, der indirekte har betydning for kursdannelsen på værdipapirer. Det er efter bestemmelsen uden betydning, om udbredelsen af de urigtige eller vildledende oplysninger sker via de traditionelle medier (aviser, radio, tv etc.) eller på anden måde, f.eks. gennem omtale på en hjemmeside, der er tilgængelig via Internettet. Bestemmelsen svarer indholdsmæssigt til den tilsvarende bestemmelse i den gældende lovs § 34, stk. 3, nr. 1.

Ligesom det er tilfældet efter den gældende lov, kan en udsteders undladelse eller mangelfulde offentliggørelse af kursfølsomme oplysninger efter § 27, stk. 1, i princippet falde ind under bestemmelsen om kursmanipulation. En udsteders undladelse af at offentliggøre intern viden vil dog alene udgøre kursmanipulation i grovere tilfælde, hvor det kan lægges til grund, at udsteders undladelse havde til formål at påvirke kursen i en bestemt retning.

Forslaget til bestemmelserne i *stk. 1, nr. 2-4*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra a, første led og artikel 1, nr. 2, litra b, og fastlægger hvilke transaktioner og handelsordrer, der udgør kursmanipulation. Information om gennemførte transaktioner og afgivne handelsordrer udgør et vigtigt grundlag for prisdannelsen på værdipapirmarkedene. Gennemførelse af transaktioner og afgivelse af handelsordrer under omstændigheder, der kan give et misvisende billede af udbud, efterspørgsel eller kursen på værdipapiret, er skadelig for tilliden til, at prisdannelsen på markedet sker på en redelig og gennemskuelig måde. Formålet med de foreslåede bestemmelser er at forhindre, at sådan adfærd kan finde sted.

Efter den gældende definition i lovens § 34, stk. 3, kan handelsbaseret kursmanipulation alene finde sted ved indberetning af visse former for gennemførte handler. De foreslåede bestemmelser i § 38, stk. 1, nr. 2-4, indebærer på dette punkt en udvidelse, idet bestemmelserne ikke blot omfatter gennemførte handler men også afgivne handelsordrer.

Det er ikke efter de foreslåede bestemmelser noget krav, at en gennemført transaktion indberettes eller, at en handelsordre registreres direkte i handelssystemet. Efter de gældende regler omfattes alene indberettede handler. Det er dog en forudsætning for, at en transaktion eller handelsordre falder ind under den her foreslåede definition, at handelen eller ordren er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer i en retning, der afviger fra deres værdi i markedet. En transaktion eller handelsordre vil normalt kun være egnet til at påvirke kursen på værdipapirer, hvis information om transaktionen eller handelsordren kommunikerer til resten af markedet. En sådan kommunikation vil typisk finde sted gennem informationssystemer hos fondsbørsen eller den autoriserede markedsplads, der modtager oplysningerne ved, at transaktionen eller handelsordren indberettes eller registreres direkte i handelssystemet. Den praktiske betydning af, at de foreslåede bestemmelser også omfatter ikke-indberettede handler og ordrer, forventes derfor at blive mindre.

Bestemmelsen i *stk. 1, nr. 2*, omfatter alle former for transaktioner og handelsordrer, der er egnet til at give urigtige signaler til markedet om udbud, efterspørgsel eller kursen på et værdipapir. Det karakteristiske for de transaktioner og handelsordrer, der omfattes af bestemmelsen, er, at de afviger fra normale transaktioner og handelsordrer, idet der er særlige omstændigheder omkring ordren eller transaktionen, der gør, at den ikke bør indgå i kursdannelsen på sædvanlig måde. Disse særlige omstændigheder kan være, at en handel ikke er

indgået mellem uafhængige parter, der må formodes at have haft modsatrettede interesser ved fastsættelsen af vilkårene for handelen, eller at en handelsordre ikke er udtryk for et reelt udbud eller efterspørgsel efter værdipapiret.

Den gældende lovs § 34, stk. 3, nr. 2-4, omfatter tre former for indberetning af atypiske handler, der kan være kursmanipulation. Handler, der i henhold til den gældende lovs § 34, stk. 3, nr. 2-4, udgør kursmanipulation, vil også være omfattet af de nye bestemmelser om kursmanipulation. I den gældende lov er det bestemt, at der ikke foreligger kursmanipulation, hvis de særlige forhold omkring den indberettede handel er markedet bekendt. Hvis de særlige forhold, der bevirker, at transaktionen eller handelsordren ikke bør indgå i kursdannelsen på sædvanlig måde, er markedet bekendt, vil der normalt heller ikke efter de her foreslåede regler foreligge kursmanipulation. Hvis en aktør sikrer, at markedet er bekendt med de særlige forhold, vil der ikke under normale omstændigheder kunne siges at foreligge en handelsordre eller transaktion, der er egnet til at give et urigtigt eller vildledende signal.

Bestemmelsen i *stk. 1, nr. 3*, har karakter af en opsamlingsbestemmelse. I modsætning til de øvrige bestemmelser om kursmanipulation, er det en forudsætning for, at en adfærd kan falde ind under denne bestemmelse, at formålet med adfærd er at sende et urigtigt eller vildledende signal, der er egnet til at påvirke kursdannelsen på værdipapiret.

Bestemmelsen i *stk. 1, nr. 4*, medfører en udvidelse i forhold til den gældende definition af kursmanipulation, idet bestemmelsen omfatter transaktioner og handelsordrer, der sikrer at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau, uanset at der ikke med ordren eller transaktionen sendes et urigtigt eller vildledende signal. Under normale markedsforhold vil enkelte aktører på markedet ikke gennem afgivelse af handelsordrer eller gennemførelse af transaktioner have mulighed for at påvirke kursen på et værdipapir til et unormalt eller kunstigt niveau. Dette skyldes, at aktørerne på markedet har modsatrettede interesser, og at udbuddet og efterspørgslen efter værdipapiret normalt er spredt mellem et stort antal aktører, der ikke selv har mulighed for at kontrollere markedsprisen. Under markedsforhold, hvor udbuddet eller efterspørgslen på et værdipapir er koncentreret hos en enkelt eller enkelte samvirkende aktører, vil der derimod være risiko for, at kursdannelsen kan styres af enkelte dominerende aktører på markedet.

Den foreslåede bestemmelse har til formål at beskytte imod, at en dominerende aktør under sådanne markedsforhold misbruger sin stilling til at påvirke kursen til et unormalt eller kunstigt niveau. Det forhold, at markedsforholdene fører til, at en eller flere personer kommer til at besidde en væsentlig andel af udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir, medfører ikke i sig selv, at der foreligger en situation, der falder ind under bestemmelsen. Bestemmelsen omfatter alene tilfælde, hvor den dominerende stilling misbruges med henblik på at fastsætte værdipapirets kurs på et unormalt eller kunstigt niveau.

Med bestemmelsen i *stk. 2* gennemføres eksemplerne på kursmanipulation i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, sidste led. Eksemplerne udgør ikke en udtømmende liste.

[DI: Kunne det overvejes at lade udkastets forslag til § 38 stk. 2 beskrive i bemærkningerne til forslaget, og derefter optage i en bekendtgørelse udstedt med hjemmel i udkastets forslag til § 38 stk. 5.]

Eksemplet i *stk. 2, nr. 1*, vedrører en form for kursmanipulation, der kendes under betegnelsen "scalping". Bestemmelsens eksempel vil kunne falde ind under den foreslåede regel i *stk. 1, nr. 1*. Det manipulerende element består i, at der fremsættes en meningstilkendegivelse, uden at der samtidig hermed oplyses om, at personen gennem sin besiddelse af andele af værdipapiret har en særlig interesse i kursudviklingen på værdipapiret. Det urigtige i meningstilkendegivelsen består da i, at en væsentlig omstændighed af betydning for meningstilkendegivelsen, i dette tilfælde interessekonflikten, forties. Eksemplet er særligt relevant for analytikere, der på grund af deres anseelse i markedet gennem meningstilkendegivelser har mulighed for at påvirke kursen på analyserede værdipapirer.

Eksemplet i *stk. 2, nr. 1*, må ses i sammenhæng med den foreslåede regel i § 28 b, hvorved der indføres et generelt krav om angivelse af interessekonflikter i forbindelse med fremsættelse af investeringsanbefalinger vedrørende værdipapirer.

Eksemplet i *stk. 2, nr. 2*, vedrører en form for kursmanipulation, der normalt kendes under betegnelsen "marking the close". Transaktioner som nævnt i eksemplet vil kunne falde ind under den foreslåede regel i *stk. 1, nr. 2*. Det karakteristiske for denne form for kursmanipulation er, at der bevidst handles med værdipapirer umiddelbart før markedets lukketid med henblik på at ændre markedets slutkurs. Sådant form for kursmanipulation vil særligt kunne finde sted, hvor den handlende har en særlig interesse i slutkursen, f.eks. i forbindelse med udløb af optioner eller futures eller en periodevis opgørelse af den handlendes portefølje.

Eksemplet i *stk. 2, nr. 3*, vedrører en form for kursmanipulation, der normalt kendes under betegnelsen "abusive squeeze". Adfærd som nævnt i eksemplet vil kunne falde ind under den foreslåede regel i *stk. 1, nr. 4*. Det karakteristiske for denne form for kursmanipulation er, at en person eller flere personer i fællesskab misbruger en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen på værdipapiret med henblik på at fastsætte prisen på et niveau, der afviger fra markedskursen.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 3* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra c, 2. pkt. Af bestemmelsen i markedsmisbrugsdirektivet fremgår, at der ved anvendelsen af reglerne om kursmanipulation ved udbredelse af vildledende oplysninger skal tages hensyn til de regler, der gælder for journalisters erhverv. Hermed menes, at der må udvises tilbageholdenhed med anvendelsen af reglerne om kursmanipulation overfor journalister, idet der må foretages en afvejning af hensynet til beskyttelse af journalisters funktion som informationsformidlere overfor hensynet til beskyttelse mod, at værdipapirmarkedet tilføres ukorrekte informationer. Det er med bestemmelsen sikret, at der ved anvendelsen af reglerne tages hensyn til, at presse- og ytringsfriheden ikke indskrænkes unødigt.

Da der ikke i dansk ret findes nogen entydig afgrænsning af begrebet journalister, foreslås det i stedet at lade særreglen omfatte redaktører og redaktionelle medarbejdere. Dette begreb har en velafgrænset betydning i dansk ret jf. medieansvarsloven og anvendes bl.a. i bestemmelserne om vidnefritagelse i retsplejelovens § 172.

Med den foreslåede bestemmelses 2. pkt. er det fastsat, at der i situationer, hvor en redaktør eller redaktionel medarbejder direkte eller indirekte drager fordel eller får udbytte af udbredelsen af kursmanipulerende oplysninger, ikke skal tages særlige hensyn til reglerne for disse personers erhverv. Bestemmelses 2. pkt. medfører, at der ikke skal tages hensyn til redaktører og redaktionelle medarbejders funktion som informationsformidlere, såfremt den ansvarlige person personligt drager fordel eller får udbytte af udbredelsen, f.eks. ved forinden udbredelsen at have investeret i det værdipapir, som er genstand for manipulationen. Det forudsættes, at fordelene eller udbyttet er knyttet til investeringer i værdipapirmarkedet. Derimod vil en eventuel faglig eller prestigemæssig fordel, som den ansvarlige person måtte opnå som følge af udbredelsen af de manipulerende oplysninger, ikke være omfattet af bestemmelses 2. pkt.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 4* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 2, litra a, andet led, og bestemmer, at transaktioner eller handelsordrer omfattet af de foreslåede bestemmelser i *stk. 1, nr. 2* og 4, ikke udgør kursmanipulation, såfremt to betingelser er opfyldt. For det første skal transaktionen eller handelsordren være i overensstemmelse med accepteret markedspraksis. For det andet skal der have været en legitim begrundelse for at indgå i transaktionen eller afgive handelsordren.

[DI: Udkastets forslag om anvendelse af direktivordlyden, som indeholder begrebet "legitim" introducerer et nyt begreb i såvel børsretten som formueretten i øvrigt. Vi skal opfordre til at anvende et begreb som retsteknisk er kendt i dansk retsterminologi i forvejen. Såfremt begrebet "legitim" fastholdes, skal vi opfordre til at begrebet såvel defineres selvstændigt og i forhold til de øvrige begreber af lignende karakter, dels at man eksemplificerer begrebets anvendelse. Vi foreslår, at man overvejer at anvende begreberne "retmæssigt", "begrundet", "saglig" eller "sagligt begrundet", hvor antagelig det sidste forslag vil være mest ramrende i forhold til den engelske direktivtekst: "reasons for so doing are legitimate".]

Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 5, 1. pkt.*, bemyndiges Finanstilsynet til at gennemføre reglerne i artikel 4 og 5 i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation i dansk ret ved udstedelse af en bekendtgørelse. Der er ved artikel 4 og 5 i Kommissionens direktiv fastsat nærmere regler om, hvilke faktorer de kompetente myndigheder og markedsdeltagere skal tage i betragtning, når de undersøger, om transaktioner eller handelsordrer udgør kursmanipulation. Hvis en adfærd omfattes af en eller flere af faktorerne i Kommissionens direktiv, medfører det ikke i sig selv, at adfærden skal anses som kursmanipulation.

Faktorerne skal i stedet indgå i en helhedsvurdering af, om adfærden er omfattet af definitionen på kursmanipulation. Faktorerne medfører således ikke en udvidelse af det strafbare område i forhold til definitionen af kursmanipulation i den foreslåede bestemmelse i stk. 1. Faktorerne vedrører alene den form for kursmanipulation, der gennemføres ved afgivelse af handelsordrer eller gennemførelse af transaktioner jf. herved de foreslåede bestemmelser i stk. 1, nr. 2-4.

Med den foreslåede bestemmelse i *stk. 5, 2. pkt.*, bemyndiges Finanstilsynet til at fastsætte nærmere regler om begrebet accepteret markedspraksis. Begrebet indgår som et delelement i den foreslåede bestemmelse i stk. 4. Begrebet omfatter ikke enhver form for markedspraksis. Det er alene de former for praksis, der umiddelbart falder ind under den foreslåede definition af kursmanipulation i stk. 1, men som alligevel må accepteres som legitime [DI: "saglig begrundet" foreslås som erstatning for "legitime"], som omfattes af begrebet. Kommissionen har fastsat nærmere regler om accepteret markedspraksis i artikel 2 og 3 i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. Direktivet indeholder nærmere regler om, hvilke faktorer de kompetente myndigheder skal tage i betragtning, når de vurderer om en bestemt markedspraksis skal accepteres. Der er endvidere i direktivet fastsat regler om, hvilken procedure de kompetente myndigheder skal følge, når de afgør sager om accepteret markedspraksis. Der er herunder fastsat regler om høring og offentliggørelse af afgørelser, som skal sikre, at der er gennemsigtighed omkring myndighedernes afgørelser. Formålet med den foreslåede bemyndigelsesbestemmelse er at give Finanstilsynet hjemmel til at gennemføre disse regler i en bekendtgørelse.

Til § 39

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 1* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 5. Bestemmelsen svarer til den gældende lovs § 39, stk. 1. Der henvises til bemærkningerne hertil.

Bestemmelsen i *stk. 2* gennemfører dele af markedsmisbrugsdirektivets artikel 7. Bestemmelsen fastsætter en undtagelse til forbuddet mod kursmanipulation, således at suveræne stater, disse stateres centralbanker og Det Europæiske System af Centralbanker kan handle værdipapirer som led i deres pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.

Den særlige regel om værdipapirhandlers medvirken i den gældende lovs § 39, stk. 2, foreslås ophævet. Baggrunden herfor er, at bestemmelsen i den gældende lov har til formål at vanskeliggøre kursmanipulation foretaget af værdipapirhandlers kunder. Dette præventive formål varetages efter forslaget i stedet af de nye regler i § 37, stk. 6 og 7, hvorefter personer, der gennemfører transaktioner med værdipapirer som led i deres erhverv, får pligt til at underrette myndighederne, hvis de medvirker til gennemførelse af transaktioner, hvor der foreligger en rimelig begrundet mistanke om, at der kan foreligge insiderhandel eller kursmanipulation.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 3* gennemfører dele af markedsmisbrugsdirektivets artikel 8. Bestemmelsen fastsætter en begrænset undtagelse til forbuddet mod kursmanipulation for handel med egne aktier i forbindelse med tilbagekøbsprogrammer og for handel med værdipapirer som led i stabiliseringen af kursen på et værdipapir.

Undtagelsen gælder kun, såfremt sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med betingelserne i Kommissionens forordning om tilbagekøb og stabilisering. Disse betingelser sikrer, at transaktionerne sker under gennemsigtige forhold, således at der ikke opstår risiko for kursmanipulation.

Bestemmelsen svarer til den tilsvarende bestemmelse i den foreslåede § 35, stk. 5, 1. pkt. Der henvises til bemærkningerne hertil.

Til nr. 12

Den foreslåede ændring er en konsekvens af, at det i forslaget § 1, nr. 8, foreslås, at den løbende oplysningsforpligtelse i lovens § 27, stk. 1, udvides til også at finde anvendelse i forhold til udstedere af værdipapirer, der handles på autoriserede markedspladser. Det foreslås derfor præciseret, at de i bestemmelsen omhandlede regler, som markedspladsen skal fastsætte for udstederes oplysningsforpligtelser, alene er af supplerende karakter.

Til nr. 13

Den foreslåede ændring er en konsekvens af, at anvendelsesområdet for kapitel 12 foreslås ændret, således at det fremover omfatter offentlige udbud mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR af værdipapirer. Kapitlet i den gældende lov finder anvendelse på alle offentlige udbud af værdipapirer, der ikke skal optages på en fondsbørs, uanset udbuddets størrelse.

Til nr. 14

Med prospektdirektivet indføres der, som nævnt, ens regler for prospekter for optagelse af værdipapirer til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked og offentlige udbud over 2.500.000 EUR. Disse regler foreslås fastsat i kapitel 6, jf. forslagens § 1, nr. 4-7.

Offentlige udbud af værdipapirer under 2.500.000 EUR falder udenfor prospektdirektivets bestemmelser. Dette betyder, at der i medfør af direktivet ikke er pligt til at offentliggøre et prospekt. Der kan derimod fastsættes nationale regler under denne grænse. Der kan dog ifølge prospektdirektivet ikke fastsættes pligt til at offentliggøre et prospekt for offentlige udbud af værdipapirer under 100.000 EUR. I de gældende danske regler er der pligt til at offentliggøre et prospekt for offentlige udbud af værdipapirer over 300.000 kr. Dette svarer til 40.000 EUR. Grænsen i prospektdirektivet er meget høj set ud fra danske forhold, og en stor del af de offentlige udbud af værdipapirer i Danmark i dag vil ikke længere være omfattet af en pligt til at offentliggøre et prospekt, medmindre der fastsættes nationale regler. Det foreslås på den baggrund at fastsætte nationale regler for prospekter vedrørende offentlige udbud mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR i kapitel 12.

[DI: Det bemærkes, at uagtet at der ikke kan fastsættes en prospektpligt for udbud under € 100.000 er Danmark vel næppe afskåret fra at regulere erstatningsansvaret for sådanne udbud, herunder evt. at kodificere gældende retspraksis på området, såfremt et politisk signal herom måtte vurderes som værende tiltrængt. Evt. kunne man måske omtale, at retspraksis for offentlige udbud af selskabsdeltagelse udenfor området som for nærværende ej heller nødvendigvis er omfattet af udbudsprospektbekendtgørelsen måske meget passende kan sammenfattes med en ordlyd som måske endda er sammenfaldende med udkastets forslag til § 44 stk. 2, dog således at der naturligvis ikke nødvendig skal foreligge et prospekt. Det forhold at der ikke skal udarbejdes et prospekt, medfører således ikke, at en udsteder, dennes rådgivere og ledelse kan forvente erstatningsretligt at blive vurderet efter en mildere målestok, end i tilfælde hvor der foreligger et prospekt]

Til nr. 15

De gældende § 44, stk. 1 og 2, foreslås ændret, således at der anvendes samme ordlyd som i den foreslåede § 23, stk. 1 og 2 (forslagets § 1, nr. 5), da det er samme forhold, der reguleres. Bestemmelsen vedrører pligten til at offentliggøre et prospekt og kravet om, at prospektet skal indeholde de fornødne oplysninger således, at investorer har fået tilstrækkelig information om den pågældende udsteder og værdipapirer med henblik på at kunne tage beslutning om investering.

Den foreslåede *stk. 3*, indebærer, at et prospekt, der opfylder bestemmelserne i §§ 23-24, og regler udstedt i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, ligeledes kan anvendes i forbindelse med offentlige udbud mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR. Prospektet skal godkendes af Finanstilsynet, før det må offentliggøres. Bestemmelsen svarer til den gældende § 44, stk. 3, men er formuleret anderledes som følge af, at kapitel 6 fremover også finder anvendelse på offentlige udbud over 2.500.000 EUR af værdipapirer.

Den foreslåede *stk. 4*, svarer til den gældende § 44, stk. 4. Prospekter, der opfylder kravene i prospektdirektivet, og som er godkendt af den kompetente myndighed i det pågældende land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, kan sidestilles med prospekter, som nævnt i den foreslåede *stk. 1*. Finanstilsynet skal påse, at prospektet opfylder kravene i prospektdirektivet, og at det er godkendt af den kompetente myndighed i det pågældende medlemsland.

Hjemlen for Finanstilsynet til at fastsætte regler foreslås præciseret i *stk. 5*. Forslaget om at give Finanstilsynet hjemmel til at fastsætte nærmere regler om prospekters indhold, sprog, offentliggørelse, gyldighed og annoncering følger princippet i den gældende danske lovgivning, hvor de overordnede bestemmelser om

godkendelse af prospekter findes i lov om værdipapirhandel m.v., mens bestemmelser af teknisk karakter er fastsat på bekendtgørelsesniveau. I bekendtgørelse nr. 166 af 13. marts 2003 om prospekter ved første offentlige udbud af visse værdipapirer (udbudsprospektbekendtgørelsen) er der fastsat bestemmelser om prospektets indhold og sprog, undtagelser fra pligten til at offentliggøre et prospekt, offentliggørelse af prospektet og annoncering.

I medfør af den foreslåede hjemmel i stk. 5, vil Finanstilsynet fastsætte regler for prospekter mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR om prospektets indhold, herunder det sprog, som prospektet skal være udarbejdet på. Reglerne fastsættes med udgangspunkt i de gældende regler i udbudsprospektbekendtgørelsen med de justeringer, der er hensigtsmæssige, set i forhold til de regler, som Finanstilsynet efter de foreslåede § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, gives hjemmel til at fastsætte.

Finanstilsynet vil ligeledes fastsætte regler om offentliggørelse af prospektet og om annoncering af et offentligt udbud af værdipapirer. I øjeblikket offentliggøres alle prospekter for værdipapirer, der udbydes til offentligheden af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Fremover vil prospekter for offentlige udbud mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR af værdipapirer blive offentliggjort af Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

Der findes ikke i dag regler om gyldighed af prospekter for værdipapirer, der udbydes til offentligheden. I medfør af den foreslåede stk. 5, vil Finanstilsynet med udgangspunkt i bestemmelserne om gyldighed i prospektdirektivet fastsætte regler om gyldighed for prospekter omfattet af kapitel 12, ligesom det er tilfældet med prospekter, der er omfattet af kapitel 6 i lov om værdipapirhandel m.v., jf. forslagens § 1, nr. 5.

Til nr. 16

Den foreslåede ændring er en følge af, at Finansstyrelsen ved Finansministeriets beslutning af 2. oktober 2003 er blevet sammenlagt med Økonomistyrelsen. Med virkning fra denne dato er Finansstyrelsens tidligere aktivitetsområder således overgået til Økonomistyrelsen, og Finansstyrelsen er nedlagt. Som følge heraf foreslås det, at henvisningerne i lovens § 54, stk. 2, og § 62, stk. 1, nr. 5, ændres fra »Finansstyrelsen« til »Økonomistyrelsen«.

Til nr. 17

Bestemmelsen i § 83 a, stk. 1, nr. 1, indeholder visse af de bestemmelser i loven, som Finanstilsynet kan uddelegere til markedsvirksomheder. Dette er jf. de almindelige bemærkninger sket til bl.a. Københavns Fondsbørs A/S.

Den foreslåede ændring er en konsekvens af, at beføjelsen for Finanstilsynet til at godkende prospekter er foreslået flyttet fra § 23, stk. 3, til den foreslåede § 23 a, stk. 1, jf. forslagens § 1, nr. 6. I den foreslåede § 23 a, er der derudover indsat frister i forbindelse med behandling af en ansøgning om godkendelse af et prospekt. Der er derfor også henvist til godkendelsesfristerne i den foreslåede bestemmelse. Københavns Fondsbørs A/S, der i dag har fået uddelegeret prospektgodkendelsen for så vidt angår prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S, skal fremover overholde de frister, der er angivet i § 23 a. Dette vil blive fastsat i delegationsaftalen mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs A/S.

Det foreslås i § 23 a, stk. 5, at Finanstilsynet kan henvise en prospektgodkendelse til en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, jf. forslagens § 1, nr. 6. Prospektgodkendelser, som Københavns Fondsbørs A/S har fået uddelegeret, tilsvarende henvises til kompetente myndigheder i andre EU-lande eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Det er dog Finanstilsynet, som den overordnede myndighed, der træffer beslutning om, hvorvidt prospektgodkendelser skal henvises til kompetente myndigheder i andre lande, hvilket også omfatter prospektgodkendelser, der er uddelegeret til Københavns Fondsbørs A/S, hvilket følger af prospektdirektivets artikel 13, stk. 5. Det vil på den baggrund blive fastsat i delegationsaftalen mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs A/S, at Københavns Fondsbørs A/S skal forelægge Finanstilsynet alle sager vedrørende henvisning af prospektgodkendelser til kompetente myndigheder i andre lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.

Efter den foreslåede § 23 a, stk. 6, jf. forslaget § 1, nr. 6, kan Finanstilsynet få henvist en ansøgning om godkendelse af et prospekt fra en kompetent myndighed i et andet land inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område. Med den foreslåede ændring af den gældende § 83 a, stk. 1, kan Finanstilsynet dog uddelegere opgaven med at behandle det henviste prospekt til Københavns Fondsbørs A/S, hvis dette i øvrigt falder inden for, hvad Finanstilsynet kan uddelegere til Københavns Fondsbørs A/S. Fristen i den foreslåede § 23 a, stk. 6, skal overholdes uanset, om det er Finanstilsynet eller Københavns Fondsbørs A/S, der behandler ansøgningen om godkendelse af prospektet.

Til nr. 18

Med den foreslåede ændring kan Finanstilsynet delegere beføjelsen til at få indsendt det årlige oplysningsdokument til Københavns Fondsbørs A/S. Københavns Fondsbørs A/S har i dag fået uddelegeret beføjelsen til at godkende prospekter for værdipapirer, der søges optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S. På den baggrund er det hensigtsmæssigt, at Københavns Fondsbørs A/S ligeledes får det årlige oplysningsdokument indsendt fra de pågældende udstedere. Det vil blive fastsat i delegationsaftalen mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs A/S, at uddelegeringen alene vedrører de udstedere, hvis værdipapirer, er optaget eller søges optaget til notering eller handel på en fondsbørs.

Til nr. 19

Den foreslåede ændring er en konsekvens af, at hjemlen til Finanstilsynet til at fastsætte regler om prospektets indhold, er foreslået flyttet fra § 23, stk. 4, til den foreslåede § 23, stk. 7. Henvisningen i § 83 a er på den baggrund foreslået ændret.

Til nr. 20

Med den foreslåede ændring gives der mulighed for, at Finanstilsynet kan delegere sin beføjelse efter § 28 a, stk. 5, til at modtage og offentliggøre indberetninger om ledende medarbejderes handler til en fondsbørs eller autoriseret markedsplads.

Efter de gældende regler om insiderregisteret er det den fondsbørs eller autoriserede markedsplads, hvor værdipapiret er optaget til notering eller handel, som i loven er tildelt ansvaret for modtagelse og offentliggørelse af indberetninger. For at sikre fuld overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 4, er det i lovforslagets § 1, nr. 10, foreslået, at det overordnede ansvar efter loven for modtagelse og offentliggørelse af indberetninger fremover skal ligge hos Finanstilsynet.

Med en foreslåede ændring af delegationsbestemmelsen gives der imidlertid mulighed for i praksis at videreføre modellen efter de gældende regler om insiderregisteret, hvorefter det er den fondsbørs eller autoriserede markedsplads, hvor værdipapiret er optaget til notering eller handel, som sørger for modtagelse og offentliggørelse af indberetninger. Forslaget vil gøre det muligt at udnytte de informationssystemer, der allerede findes hos markedsvirksomhederne. Disse virksomheder har i dag systemer, der kan håndtere oplysninger modtaget i henhold til diverse indberetningskrav.

Til nr. 21

Lovens bestemmelser om pligt til udarbejdelse af interne regler vil som følge af forslaget § 1, nr. 11, blive samlet i § 37, stk. 1 og 2. Det foreslås, at bestemmelsen i lovens § 84 b, stk. 2, nr. 9, der vedrører partsbegrebet i sager om udarbejdelse af interne regler, som konsekvens heraf ændres, således at der i bestemmelsen henvises til lovens § 37, stk. 1 og 2.

Til nr. 22

Med den foreslåede bestemmelse gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 8. Statistik vedrørende de finansielle markeder kan i visse tilfælde have betydning for kursdannelsen på værdipapirer. Formålet med bestemmelsen er at sikre, at sådan finansiel statistik, der udarbejdes af offentlige institutioner og myndigheder, offentliggøres på en fair og gennemsigtig måde.

Finansiell statistik produceres og udsendes først og fremmest af Danmarks Statistik, Danmarks Nationalbank og Finanstilsynet. Disse institutioner og myndigheder overholder i praksis de foreslåede krav om offentlighed på en fair og gennemsigtig måde. For at sikre en korrekt gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet er det dog fundet nødvendigt at indføre en udtrykkelig bestemmelse herom i loven.

Bestemmelsens krav om, at offentliggørelsen af finansiell statistik skal ske på en fair og gennemsigtig måde, medfører, at statistikken må offentliggøres uden forsinkelse og på en måde, så alle brugere har mulighed for at skaffe sig adgang til statistikkens resultater på samme tidspunkt. Disse krav opfyldes allerede i dag af Danmarks Statistik, der offentliggør løbende statistikker via publikationen *Nyt fra Danmarks Statistik* og på bestemte tidspunkter, der annonceres forud.

Til nr. 23

De foreslåede ændringer til bestemmelsen om bødestraf i lovens § 93, stk. 1, 1. pkt., er konsekvensændringer som følge af, at der i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet foreslås en række ændringer i bestemmelserne i loven.

I forhold til bestemmelsen i den gældende lov foreslås der indført hjemmel til bødestraf for overtrædelser af den nye bestemmelse i § 27, stk. 2, 1. pkt., om offentliggørelsespligt i forbindelse med selektiv videregivelse.

Der foreslås indført hjemmel til bødestraf for overtrædelser af de nye bestemmelser i § 27 a, stk. 1, og stk. 2, 1. pkt. Med den foreslåede ændring er det muligt, at pålægge udstedere af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked, der ikke offentliggør og indsender det årlige oplysningsdokument til Finanstilsynet, jf. lovforslagets § 1, nr. 9, en bødestraf.

Endvidere foreslås der indført hjemmel til bødestraf for overtrædelse af de nye regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders aktichandler. Der foreslås hjemmel til bødestraf for overtrædelse af bestemmelserne i § 28 a, stk. 1, om ledende medarbejders meddelelsespligt, § 28 a, stk. 5, 1. pkt., om udstederselskabernes pligt til at indberette modtagne meddelelser og § 28 a, stk. 7, om de indholdsmæssige krav til meddelelser og indberetninger. Dette svare til ordningen efter den gældende lov, hvor de tilsvarende bestemmelser om meddelelses- og indberetningspligt i reglerne om insiderregisteret er bødesanktioneret. I lighed med hvad der er tilfældet efter den gældende lov, foreslås der ikke indført hjemmel til bødestraf for overtrædelser af nærtståendes personers pligt til at give meddelelse om transaktioner.

Der foreslås indført hjemmel til bødestraf for overtrædelse af den nye bestemmelse i lovens § 28 b, stk. 1, om udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser.

Endelig foreslås der indført hjemmel til bødestraf for overtrædelse af bestemmelserne i § 37, stk. 1-5, stk. 6, 1. pkt., stk. 7, 1. pkt., og stk. 9. Hjemmelen i den gældende lov til bødestraf ved overtrædelse af reglerne om udarbejdelse af interne regler og insiderlister samt om værdipapirhandlers registrerings- og opbevaringspligt foreslås videreført. Endvidere foreslås der indført hjemmel til bødestraf ved overtrædelse af de nye bestemmelser om underretning om mistænkelige transaktioner i lovens § 37, stk. 6, 1. pkt., og om hemmeligholdelse af foretagne underretninger i lovens § 37, stk. 6, 2. pkt..

Som konsekvens af, at de gældende regler i lovens § 35, stk. 2, og § 39, stk. 2, foreslås ophævet, foreslås de tilsvarende hjemmel til bødestraf i § 93, stk. 1, 1. pkt., ligeledes ophævet.

Til nr. 24

Den foreslåede ændring er en konsekvens af, at den gældende § 23, stk. 2, flyttes til den foreslåede § 23, stk. 6. Henvisningen i den gældende § 93, stk. 1, 2. pkt. foreslås på den baggrund ændret.

Ifølge bestemmelsen i den gældende § 93, stk. 1, 2. pkt., kan der pålægges bødestraf ved grov eller gentagen overtrædelse af kravet om, at et prospekt skal udarbejdes i overensstemmelse med de regler, som Finanstilsynet fastsætter om prospekters indhold, og skal præsenteres på en måde, som gør det muligt at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Til nr. 25

Med den foreslåede bestemmelse gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 4.

Af bestemmelsen i markedsmisbrugsdirektivet frengår, at de kompetente myndigheder skal have adgang til at offentliggøre administrative sanktioner og foranstaltninger, som myndighederne pålægger i konkrete sager. I dag har Finanstilsynet alene adgang til at offentliggøre pålæg. Derimod kan Finanstilsynet ikke foretage offentliggørelse i sager, hvor der meddeles en påtale efter § 83, stk. 1, eller pålægges en tvangsbøde efter § 95. Da Finanstilsynets adgang til at give påtale og pålægge tvangsbøder udgør administrative sanktioner eller foranstaltninger, er det en nødvendig følge af direktivet, at Finanstilsynet for fremtiden også får adgang til at foretage offentliggørelse heraf.

[DI: Vi accepterer, at tvangsbøder omfattes af bestemmelsen. Vi skal dog venligst bede om, at få forklaret hvorfra det kan udledes, at en påtale skal anses for en administrativ sanktion eller foranstaltning. DI tager afstand fra brug af offentliggørelse i sager om påtale. Såfremt en virksomhed ønsker at få foretaget en retlig prøvelse af en påtale, bør det være udelukket at offentliggøre påtalen, medmindre offentliggørelsen er åbenbart nødvendig.]

Da den foreslåede udvidelse af Finanstilsynets adgang til offentliggørelse er en konsekvens af markedsmisbrugsdirektivet, foreslås det præciseret i bestemmelsen, at adgangen til offentliggørelse af påtaler og tvangsbøder alene skal gælde i sager, der vedrører overtrædelser af regler, der gennemfører markedsmisbrugsdirektivet.

Efter den foreslåede bestemmelse er det op til Finanstilsynet at skønne, om offentliggørelse af en påtale eller tvangsbøde i den konkrete sag er hensigtsmæssig. Der kan dog ikke ske offentliggørelse, såfremt offentliggørelsen vil medføre alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde sagens parter uforholdsmæssig stor skade. Ved vurderingen af, om der skal ske offentliggørelse, må det tages i betragtning, i hvilken grad markedet kan antages at have interesse i at få information om den skete overtrædelse. Derudover skal der efter bestemmelsen lægges vægt på, hvilken grad af skade offentliggørelsen må antages at ville forvolde sagens parter. Hensynet til sagens parter vil veje særligt tungt, såfremt overtrædelser er begået af en fysisk person, mens der efter bestemmelsen vil være en videre adgang til offentliggørelse, såfremt overtrædelser er begået af en juridisk person. Der vil dog også kunne lægges vægt på den potentielle skadevirkning af offentliggørelsen i sager om overtrædelser begået af juridiske personer. Dette vil f.eks. være tilfældet, hvis overtrædelser må antages at skyldes en enkeltstående menneskelig fejl, og overtrædelserne ikke er begrundet i mangler i den juridiske persons interne organisation eller styring.

[DI: Vi finder at de angivne kriterier overlader giver Finanstilsynet en betydelig skønsbeføjelse. Vi finder det væsentligt, at bemærkningerne for så vidt angår påtaler opregner de tilfælde som kan give anledning til offentliggørelse, og ikke som for nærværende, sidestiller påtaler og tvangsbøder, og blot angiver hvilke forhold som kan føre til, at offentliggørelse ikke skal finde sted.]

Til nr. 26

Den gældende bestemmelse i § 36, stk. 2, foreslås ved forslaget § 1, nr. 11, overført til § 37, således at § 36 efter forslaget alene vil indeholde ét stykke. Som følge heraf foreslås det, at henvisningen til forbuddet mod videregivelse af intern viden i straffebestemmelsen i den gældende lovs § 94, stk. 1, ændres fra § 36, stk. 1, til § 36.

Til § 2

[DI: Vi finder principielt, at der i tilfælde af omkostningsbaserede beregninger ikke bør fastsættes en afgift. Såfremt betaling skal finde sted, hvilket vi ligeledes principielt finder er en myndighedsopgave, bør det være i form af et gebyr, således at reglerne om beregning heraf finder anvendelse på fastsættelsen.]

Til nr. 1

Med de foreslåede ændringer i lovforslagets § 1, nr. 5, vil Finanstilsynet fremover skulle godkende prospekter efter nye regler som følge af vedtagelsen af prospektdirektivet. Godkendelsen af prospekter vil fremover få et større omfang end i dag, ligesom godkendelsesproceduren vil ændres, henset til at reglerne for prospekters indhold, format m.v. foreslås ændret med vedtagelsen af prospektdirektivet. Om de nærmere regler for prospektgodkendelse henvises til lovforslagets § 1, nr. 5. Med den foreslåede nye bestemmelse i *nr. 16* tilføjes en ny gruppe af bidragsydere til Finanstilsynet, idet det foreslås, at de, som søger prospekter godkendt af Finanstilsynet i henhold til kap. 6 i lov om værdipapirhandel m.v., selv betaler for Finanstilsynets udgifter i forbindelse med behandling af en ansøgning om godkendelse. Begrundelsen herfor er, at den gruppe af personer, der allerede betaler afgift til Finanstilsynets drift, kun i et begrænset omfang vil være identisk med de, som søger prospekter godkendt. For anmodning om godkendelse af prospekter, hvor kompetencen til at godkende prospekter er delegeret til Københavns Fondsbørs A/S, betales ikke afgift til Finanstilsynet. Københavns Fondsbørs A/S har i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 83 a, stk. 2, ret til at kræve et gebyr for godkendelse af sådanne prospekter.

Det foreslås, at der betales afgift for enhver anmodning om godkendelse uanset om behandlingen faktisk fører til en godkendelse eller et afslag. Årsagen hertil er, at det anses for mest hensigtsmæssigt at opkræve én afgiftsstørrelse, da det forventes, at hver anmodning skønmæssigt vil tage samme tid at behandle uanset om anmodningen konkret fører til et afslag.

Afgiften er endvidere ikke differentieret efter prospekter for forskellige typer af værdipapirer eller udstedere. Da Finanstilsynet skal godkende prospekterne efter det samme regelsæt uanset hvilken type værdipapir, det drejer sig om, skønnes det, at der ikke vil være stor forskel på udgifterne til behandling af forskellige typer af prospekter. Såfremt der i praksis viser sig at være stor forskel på Finanstilsynets omkostninger i forbindelse med godkendelse af prospekter for forskellige typer af værdipapirer eller udstedere, vil afgiften blive taget op til revision.

Den foreslåede nye *nr. 17* er ligeledes en afgift som følge af gennemførelsen af prospektdirektivet, jf. forslagens § 1, nr. 5.

Det foreslås, at der opkræves en afgift fra den, som anmoder om at blive optaget i det register over kvalificerede investorer, som foreslås indført med forslaget til ændring af lov om værdipapirhandel m.v. Den gruppe af personer, som må forventes at søge optagelse i registeret, vil bestå af personer, som ikke i forvejen bidrager til Finanstilsynets drift. Afgiften skal finansiere Finanstilsynets udgifter i forbindelse med kontrol af, om ansøgere opfylder kriterierne for optagelse i registeret. Afgiften skal også finansiere oprettelse og drift af registeret, herunder behandling af ønsker om at udtræde af registeret, og behandling af udsteders anmodninger om adgang til de registrerede oplysninger. Afgiftens størrelse er baseret på et skøn over de udgifter der pågår til Finanstilsynets oprettelse og drift af registeret, behandling af ansøgninger, registreringer af personer og behandling af anmodninger om adgang til de registrerede oplysninger.

Denne afgift vil ligeledes blive taget op til revision, såfremt det viser sig, at der er stor forskel mellem de faktiske omkostninger og afgiftens størrelse.

Til 3

Det foreslås i *stk. 1*, at loven træder i kraft den 1. januar 2005. Markedsmisbrugsdirektivet og de tilhørende gennemførelsesdirektiver fra Kommissionen skal være gennemført senest 12. oktober 2004, hvorfor det er nødvendigt med en hurtig ikrafttræden af de nye regler.

Det foreslås i *stk. 2*, at bestemmelserne i § 1, nr. 2, 4-7, 9, 13-15, 17-19 og 24, samt § 2 først træder i kraft den 1. juli 2005, idet disse bestemmelser vedrører gennemførelse af prospektdirektivet. Dette direktiv skal først være gennemført 1. juli 2005.

Prospektdirektivet indeholder en overgangsbestemmelse for offentlige udbud af værdipapirer, som er undtaget fra pligten til at offentliggøre et prospekt i henhold til artikel 5, litra a i direktiv 89/298/EØF jf. den foreslåede bestemmelse i *stk. 3*. De danske realkreditobligationer, hvor der er påbegyndt udbud til offentligheden inden 1. juli 2005, er omfattet af denne overgangsbestemmelse. Der kan foretages løbende udbud af de omfattede obligationer i Danmark indtil 31. december 2008.

Til § 4

Det foreslås, at loven kan sættes helt eller delvist i kraft for Grønland og Færøerne ved kongelig anordning.



Finansinspektør Charlotte Brøndsted
Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74A

Postboks 1040
DK-1007 København K

Finanstilsynet

8 SEP. 2004

Besøgsadresse:
Nikolaj Plads 6
www.cse.dk

Tlf. +45 33 93 33 66
Fax +45 33 12 86 13
E-mail cse@cse.dk

7. september 2004

Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed

Finanstilsynet har den 16. august 2004 fremsendt et forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed med anmodning om eventuelle kommentarer hertil.

Københavns Fondsbørs har følgende kommentarer.

Generelt

Selv om en række regler omformuleres, indebærer en lang række af forslagene ikke ændringer af den gældende retstilstand i Danmark. Det er formålstjenligt, om der i lovforslagets bemærkninger gives et mere samlet overblik over hvilke ændringer, lovforslaget medfører for markedsaktører i forhold til gældende ret.

I den forbindelse skal Fondsbørsen give udtryk for, at de konsekvenser, der er angivet sidst i de almindelige bemærkninger, ikke synes at tage højde for, at visse af de foreslåede regler særligt af mindre og mellemstore virksomheder vil kunne opfattes negative og som yderligere bebyrdende. Særligt for så vidt angår udstedere, som ikke har brug for det europæiske pas, vil prospektreglerne kunne virke overvældende. For Københavns Fondsbørs' vedkommende (samt også for eventuelle andre markedsoperatørers vedkommende) må lovforslagets gennemførelse - i logisk konsekvens af hvad der er anført for Finanstilsynets vedkommende - medføre yderligere opgaver. Konsekvenserne af lovforslaget forekommer derfor for generelt formuleret.

Københavns Fondsbørs antager, at der fortsat af Fondsbørsen kan udstedes supplerende regler med udgangspunkt i værdipapirhandelslovens § 19 på de områder, der er nævnt heri. Behovet herfor synes ikke mindre med den ændrede formulering af udstedernes oplysningspligt i § 27.



Københavns Fondsbørs har noteret sig, at den nuværende lovs bestemmelser om delegation fortsætter uændret, og læser bemærkningerne til lovforslaget således, at det ventes, at delegation vil ske i samme omfang, som det nu er tilfældet.

Det fremgår endvidere af de almindelige bemærkninger, at gennemførelsen af prospektdirektivet medfører en forpligtelse for Finanstilsynet til at offentliggøre en liste over godkendte prospekter én gang årligt. I den forbindelse finder Fondsbørsen anledning til at bemærke, at der kan være situationer, hvor et prospekt godkendes, men hvor det ikke offentliggøres, da transaktionen ikke gennemføres.

Lovforslagets bestemmelser omfatter som udgangspunkt både noterede værdipapirer og værdipapirer for hvilke, der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel. Dette er en konsekvens af markedsmisbrugsdirektivets artikel 10. Det fremgår af bemærkningerne til lovforslaget, at en udsteder først anses for at have anmodet om optagelse af værdipapirer til notering eller handel på det tidspunkt, hvor der er fremsendt en endelig ansøgning. Fondsbørsen skal gøre opmærksom på, at der her sker en klar ændring i forhold til reglerne i dag. Reglernes anvendelse også på værdipapirer for hvilke, der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel, vil være yderst vanskelig at administrere og vil naturligt føre til en fremtidig praksis, hvor udstederne først vil søge formel optagelse til notering eller handel ved tidspunktet for offentliggørelsen af prospektet.

Begrebet "andet reguleret marked" anvendes flere steder i lovforslaget. Det må anses som formålstjenstligt, om det forklares, hvad der ligger heri.

Med udgangspunkt i at den fremtidige lovgivning vil indeholde skærpede krav til selskaber, som skal noteres på en fondsbørs eller på en autoriseret markedsplads, skal Københavns Fondsbørs foreslå, at der i værdipapirhandelsloven åbnes op for etablering af en ny type markedspladser, som i EU-sammenhæng ikke har status som et reguleret marked. Enkelte grundlæggende krav til en sådan markedsplads må reguleres lovgivningsmæssigt, mens det i øvrigt må være op til markedspladsen selv at udarbejde øvrige betingelser og krav. Gennemføres et sådant forslag, vil det give mulighed for at etablere alternative markedspladser, som er særligt indrettet på små og mellemstore virksomheders behov.

De enkelte bestemmelser

Den foreslåede § 23:

- Kravet til indholdet af prospekterne vil i realiteten alene følge af den af Kommissionen udstedte forordning. Dette bør tydeligere fremgå af



lovforslaget, herunder af de bemærkninger hvori Finanstilsynets mulighed for at udstede regler om prospekters indhold omtales.

Den foreslåede § 27:

- Det fremgår af bemærkningerne, at de nye regler i § 27 i vidt omfang svarer til, hvad der allerede i dag er gældende for børsnoterede udstedere, da de børsnoterede udstedere allerede i dag skal overholde Københavns Fondsbørs' regler for udstedere, som på en række punkter svarer til de foreslåede regler. Dette er også Fondsbørsens opfattelse.
- Det fremgår endvidere af bemærkningerne, at de foreslåede regler derfor ikke samlet set vil "betyde en større ændring i forhold til den gældende retstilstand. Dog vil der med de foreslåede regler i bestemmelsens stk. 6 blive indført en adgang for udstedere af værdipapirer til i visse situationer at udsætte offentliggørelsen af intern viden, uden at det er nødvendigt at indhente en forudgående dispensation fra myndighederne. Dette er en ændring i forhold til de gældende regler, hvor en udsættelse af offentliggørelsen kræver forudgående dispensation fra myndighederne." Til dette bemærkes, at således som de nugældende regler er formuleret og fortolket, hvilket er understøttet af retspraksis, indtræder oplysningspligten først, når et forhandlingsforløb er afsluttet. Den grundlæggende oplysningspligt er således ikke indtrådt, mens der forhandles, og der vil således ikke i en sådan situation skulle søges dispensation. Da de betragtninger, som fremgår af bemærkningerne til den foreslåede § 27, stk. 1, 2. pkt., ikke synes at være i overensstemmelse med de nuværende regler, bør bemærkningerne ændres.
- Det fremgår af § 27, stk. 1, 3. pkt., at betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information. Informationen skal offentliggøres via Fondsbørsen, og det er således relevant at henvise til samme bestemmelses stk. 8.
- Det fremgår, at uanset at offentliggørelsesfristen med forslaget ændres fra straks til hurtigst muligt, vil der ikke i forhold til de gældende regler ske en væsentlig forlængelse af fristen. Det er Fondsbørsens opfattelse, at lovforslaget ikke reelt bør ændre på tidspunktet for offentliggørelse af informationer fra selskaberne. Såfremt det fastholdes, at der sker en forlængelse af fristen for offentliggørelsen af informationer - om end denne forlængelse ikke er væsentlig - bør dette uddybes i bemærkningerne.



- Fondsbørsen forstår den foreslåede § 27, stk. 6, nr. 2, og de tilhørende bemærkninger således, at der heller ikke her er en ændring af retstilstanden i forhold til i dag.
- Københavns Fondsbørs formoder, at det nuværende system med offentliggørelse af informationer gennem Københavns Fondsbørs, som sikrer en ligebehandling af hele markedet, kan fortsætte.

Den foreslåede § 27 a:

- Det fremgår af bemærkningerne til § 27 a, at forpligtelsen vedrører de oplysninger, som udstederen har offentliggjort, hvilket vil sige selskabet eller virksomheden, og ikke oplysninger som for eksempel ledende medarbejdere er forpligtede til at indberette. Fondsbørsen er enig i, at det ikke omfatter medarbejdernes indberetninger til selskabet, men det er ikke klart, om de meddelelser, som selskabet skal offentliggøre på baggrund af medarbejdernes indberetninger, er omfattet.

Den foreslåede § 28 a:

- Fondsbørsen har med tilfredshed konstateret, at bestemmelsen om oplysninger om insideres aktiehandler foreslås flyttet fra værdipapirhandelslovens kapitel 10 til kapitel 7.
- Således som § 28 a, stk. 1, 1. pkt., er formuleret omfattes alle udstedere af bestemmelsen, og det er uklart, om § 28 a omfatter både noterede og unoterede værdipapirer. Det fremgår af artikel 6 i det tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v., at ved "anvendelse af artikel 6, stk. 4, i direktiv 2003/6/EF og med forbehold for medlemsstaternes ret til at fastsætte øvrige underretningsforpligtelser ud over de forpligtelser, som er nævnt i denne artikel, sikrer medlemsstaterne, at alle transaktioner i forbindelse med aktier, der er optaget til notering eller handel på et reguleret marked, eller derivater eller andre finansielle instrumenter..." Anvendelsesområdet for reglen bør tydeligt fremgå.

Den foreslåede § 35:

- Fondsbørsen har noteret sig, at forbudet mod insiderhandel har fået en ny formulering. Henset til at der er tale om en strafbar handling og forbudets betydning for markedsaktørene, er det ønskeligt, at bestemmelserne og de dertil hørende bemærkninger samlet giver så

præcise og entydige retningslinier for, hvad der ligger inden for og uden for forbudet som muligt. Dette er endvidere ønskeligt set i lyset af den tvivl, der er opstået om det nuværende forbuds rækkevidde.

- Undtagelsen i § 35, stk. 2, forekommer uklar i forhold til, om en aftale om gennemførelse af transaktioner skal være bindende eller uigenkaldelig, eller om enhver kontraktlig aftale, som indgås før den pågældende person kommer besiddelse af intern viden, falder ind under bestemmelsens stk. 2. Problemstillinger relateret til betingede aftaler og stk. 2 kan endvidere med fordel adresseres i bemærkningerne.
- Det vil med fordel kunne præciseres i bemærkningerne, hvorvidt eksempelvis medarbejderes udnyttelse af tildelte aktieoptioner vil kunne være omfattet af undtagelsen i § 35, stk. 2.
- For så vidt angår den foreslåede § 35, stk. 5, finder Fondsbørsen anledning til at bemærke, at informationer om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering vil fremgå af selskabernes fondsbørsmeddelelser, herunder prospekter, til markedet. Kontrollfunktionen må ses i det lys.

Den foreslåede § 37:

- De foreslåede regler medfører ikke en videreførelse af det nuværende forbud mod værdipapirhandlers medvirken til handler, hvor værdipapirhandleren har viden eller formodning om, at den, der ønsker at handle, forsøger at foretage kursmanipulation eller gennemføre handler på baggrund af intern viden. Forbuddet erstattes af en pligt for blandt andet værdipapirhandlere til at underrette Finanstilsynet, såfremt de medvirker ved gennemførelsen af en transaktion, hvor der foreligger en rimelig begrundet mistanke om, at transaktionen kan udgøre en overtrædelse af § 35, stk. 1, eller § 39, stk. 1. Fondsbørsen skal gøre opmærksom på, at sådanne oplysninger kan have betydning for Fondsbørsens overvågning af markedet. De gennemførte transaktioner kan have haft indflydelse på kursbilledet, og det kan være relevant, at Fondsbørsen har mulighed for at foretage korrektioner til handelsinformationen for at undgå forringelser i handelsinformationens kvalitet og eventuel vildledning af investorer.
- Endvidere forudsætter Fondsbørsen, at fysiske og juridiske personer, som har foretaget underretning efter § 35, stk. 6, fortsat kan underrette Fondsbørsen om de gennemførte transaktioner uden at overtræde § 37, stk. 7, om hemmeligholdelse. Det er afgørende for Fondsbørsens overvågning af markederne, at lovgivningen tillader en tæt dialog med markedsdeltagerne om forhold af betydning for kursbilledet.



Den foreslåede § 38:

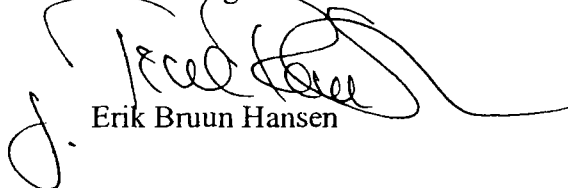
- Som en følge af direktivet er der foreslået en bestemmelse i § 38, stk. 4, hvoraf det fremgår, at bestemmelserne i stk. 1, nr. 2 og 4, ikke finder anvendelse, såfremt den, der har indgået transaktionen eller har afgivet handelsordren, godtgør, at begrundelsen for at indgå en sådan transaktion eller afgive en sådan ordre er *legitim*, og at transaktionen eller handelsordren er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis. Undtagelsen synes at måtte forstås således, at der specifikt kun i disse tilfælde kræves misbrugshensigt for, at handlinger er omfattet af stk. 1, nr. 2 og 4.

Det foreslåede kapitel 12:

- Lovforslaget lægger op til, at der ikke i Danmark skal være en undtagelse for prospektpligten for udbud på mellem 100.000 EUR og 2.500.000 EUR. Københavns Fondsbørs skal påpege det ønskelige i, at regler herom i givet fald ikke udarbejdes med mere omfattende krav, end hvad der bliver tilfældet i andre lande, og at kravene i øvrigt ikke bliver hindrende eller besværliggør det unødigt for de virksomheder, som reglerne finder anvendelse på. Dette skal også ses i sammenhæng med Fondsbørsens ønske om, at der skabes mulighed for etablering af en ny type markedspladser, jævnfør sidste afsnit i Fondsbørsens generelle kommentarer.

Københavns Fondsbørs står gerne til rådighed for en uddybning af indholdet af dette høringssvar. Undertegnede kan kontaktes på direkte tlf. 33 77 04 40.

Med venlig hilsen



Erik Bruun Hansen

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

6. september 2004

Ref. nr.: ATP-01-04-106

Oplys venligst ved
henvendelse

Hørings svar til forslag til ændring af lov om værdipapirhandel m.fl.

Finanstilsynet har den 16. august 2004 – Finanstilsynets j.nr. 131-0008 – sendt udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed, og anmodet om ATP's og AES' eventuelle bemærkninger.

Lovforslaget fremsættes med henblik på at gennemføre prospektdirektivet og markedsmisbrugsdirektivet i Danmark, herunder direktivet om intern viden og kursmanipulation, direktivet om finansielle analyser, direktivet om accepteret markedspraksis m.v. og forordning om tilbagekøb og stabilisering.

Generelt er ATP og AES positive over for de foreslåede ændringer til styrkelse af tilliden til markederne og investorbeskyttelsen, ligesom vi er tilfredse med, at der sker en øget harmonisering inden for EU af reglerne om misbrug af intern viden og kursmanipulation, de løbende oplysningsforpligtelser og reglerne for udbud og offentliggørelse af prospekter. Vi har derfor alene¹ en enkelt bemærkning til ikrafttrædelsesbestemmelsen.

I lovforslagets § 3 foreslås det, at reglerne om markedsmisbrug mv. træder i kraft 1. januar 2005. Den hurtige ikrafttræden begrundes med, at markedsmisbrugsdirektivet mv. skal være gennemført senest 12. oktober 2004.

Henset til at lovforslaget først fremsættes til oktober, og at der er risiko for at lovforslaget vedtages i sin endelige form så sent som i december, er det ATP's og AES' opfattelse, at tiden mellem vedtagelsen og ikrafttrædelsen må forventes at blive så kort, at det ikke med rimelighed kan forventes, at udstederne eller andre, der skal udarbejde interne regler om markedsmisbrug mv., i denne periode får den fornødne tid til at udarbejde og i bestyrelserne få vedtaget de nødvendige regler herom. Det vil endvidere ikke være muligt inden for den givne tidshorizont at give en betryggende orientering til og undervisning af ledelsen og medarbejderne i de nye regler, i hvilken forbindelse det skal erindres, at ledelsen og medarbejderne er underlagt strafansvar for overtrædelse af reglerne fra lovens ikrafttræden.

På den baggrund ønsker ATP og AES, at ikrafttrædelsen af de ændrede regler om mar-

¹ For god ordens skyld bemærkes, at på side 23 i bemærkningerne til de enkelte bestemmelser, skal beløbet på 5.000.000 EUR rettes til 50.000.000 EUR.

ATP

Kongens Vænge 8
3400 Hillerød

Tlf.: 70 11 12 13

Fax: 48 20 48 00

atp@atp.dk

www.atp.dk

CVR-nr.: 43405810

Telefontid:

Man-tors: 8.00-16.00

Fredag: 8.00-15.30

kedsmisbrug mv. forlænges, således at udstederne og andre, der skal udarbejde interne regler, herunder ATP og AES, får en rimelig periode fra vedtagelsen af lovforslaget til dets ikrafttrædelse til at implementere reglerne i virksomheden, herunder gennemføre en betryggende orientering og undervisning af ledelsen og medarbejderne.

Eventuelle spørgsmål kan rettes til undertegnede på telefon 48 20 44 81.

Venlig hilsen

Ole Steen Andersen

Finanstilsynet
Att.: Finansinspektør Charlotte S. Brøndsted
Gammel Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Holte, den 6. september 2004

Dansk Aktionærforenings høringsvar til

Udkast til Forslag til Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet).

Dansk Aktionærforening (DAF) kan støtte det foreliggende udkast til lovforslag om gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet. Men en række væsentlige bestemmelser vil blive fastlagt i de bekendtgørelser, som Finanstilsynet bemyndiges til at udstede. Det er derfor vigtigt, at disse bekendtgørelser konkret udformes i overensstemmelse med de i bemærkningerne til lovforslaget beskrevne principper.

Dansk Aktionærforenings medlemmer og andre danske investorer, foretager deres investeringer i konkurrence med udenlandske investorer både på det danske værdipapirmarked og udenlandske markeder. Danske udstedere af værdipapirer tilbyder både danske og udenlandske investorer at investere i og handle de værdipapirer, de udsteder. Det er derfor af stor betydning for danske investorer, at reglerne på det danske marked svarer til reglerne på andre værdipapirmarkeder, da "regelarbitrage" ellers kan have en stor og vanskelig vurderbar indflydelse på markedernes funktion og markedsdeltagernes adfærd.

DAF lægger afgørende vægt på, at reglerne om offentliggørelse af kursfølsomme oplysninger, misbrug af intern viden og kursmanipulation bliver ensartede på europæisk niveau, og at de gældende danske regler strammes, og herunder, **at det forbydes Fondsbørsen at udnytte sin monopolstilling til at opkræve betaling for realtidsheder – hvilket i dag ofte fører til, at private investorer kommer til at handle på forældede, forkerte forudsætninger.**

DAF støtter den udvidede oplysningspligt for udstederselskaberne. Foreningen finder det rigtigt, at oplysningspligten gælder for såvel værdipapirer optaget på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked. Der må ikke være mulighed for at vælge en discountudgave af udsteders oplysningsforpligtelser, når værdipapirerne handles uden for en lukket kreds af kvalificerede investorer. Det er naturligt, at oplysnings-

forpligtelsen løber fra det tidspunkt, hvor udstederen anmoder om optagelse på et reguleret marked.

DAF støtter kravet om, at meddelelser skal være tilgængelige på udsteders hjemmeside en passende tid.

Det er for DAF vigtigt at understrege, at udstederselskabernes adgang til at udsætte offentliggørelse af intern viden er en kilde til bekymring. Det er vigtigt, at anvendelsen af disse nye regler følges med opmærksomhed, så det sikres, at intern viden ikke tilbageholdes uberettiget. Foreningen finder formuleringen i bemærkningerne uhensigtsmæssig, når det hedder:

"Der er ikke herved taget stilling til, om og i hvilket omfang udsteder vil kunne pådrage sig et civilretligt ansvar ved en forsinket offentliggørelse. Sidstnævnte spørgsmål må fortsat afgøres efter de almindelige erstatningsretlige principper, som er gældende i dansk ret."

Det må være helt klart, at det førstciterede punktum ikke indebærer en begrænsning i udsteders civilretlige ansvar.

Den nye forpligtelse til at offentliggøre et årligt oplysningsdokument finder DAF er en god ordensmæssig forskrift, der sikrer investorerne adgang til en samlet oversigt over hvilke informationer, udsteder har udsendt, uden at udsteder får en belastende forpligtelse.

DAF konstaterer med glæde, at de hidtidige danske regler om offentliggørelse af oplysninger om insiderses handler afløses af regler med et mere informativt indhold og af en karakter, der svarer til reglerne i andre lande.

Foreningen er dog uforstående over for, at ændringer som følge af arv ikke er omfattet af oplysningsforpligtelserne.

De nye regler om udarbejdelse og udbredelse af finansielle analyser kan DAF støtte. Det er af stor betydning for markedet for værdipapirer, at værdipapirerne og markederne løbende er genstand for analyser, vurderinger og anbefalinger. Og det er i denne sammenhæng af afgørende betydning, at investorerne kan have tillid til analytikere og journalister. Analyserne skal være redelige, og eventuelle interessekonflikter skal oplyses.

Foreningen kan støtte de nye bestemmelser om misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmissbrug. Foreningen lægger i denne forbindelse vægt på, at den ændrede definition af, hvad der er intern viden, ikke må føre til reduktion af kvaliteten af udstedernes information.

DAF finder det hensigtsmæssigt med en regulering af udstedernes mulighed for lovmedholdeligt tilbagekøb af egne aktier, sådan som det kan ske i henhold til Kommissionens forordning.

Foreningen finder det hensigtsmæssigt, at der kommer til at gælde de samme krav om prospekt for alle udbud over 2.500.000 €, uanset om værdipapirerne søges optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller der er tale om offentlige udbud.

DAF lægger vægt på, at der til supplement af det europæiske krav om prospekter ved udbud over 2.500.000 €, fastsættes et dansk krav om prospekt ved udbud over 100.000 €.

DAF kan tilslutte sig princippet om at såvel juridiske som fysiske personer kan optages på en liste over kvalificerede investorer.

DAF kan støtte, at Finanstilsynet får udvidet adgangen til at foretage offentliggørelse, således at det også kan ske i sager, hvor der meddeles påtale eller pålægges tvangsbøder.

Med venlig hilsen,

Claus W. Silfverberg
Dansk Aktionærforening



REALKREDITRÅDET

Pr. e-mail

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

7. september 2004
E 110 – lbj

Att.: Finansinspektør Charlotte S. Brøndsted
Vicekontorchef Julie Galbo

Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet)

Finanstilsynet har med skrivelse af 16. august 2004 fremsendt udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet) med anmodning om Realkreditrådets bemærkninger hertil.

Nedenfor er Realkreditrådets bemærkninger til lovforslagets specifikke bestemmelser anført.

§ 1 – Lov om værdipapirhandel mv.

§ 1, nr. 4 og 5:

Danske realkreditobligationer er bl.a. karakteriseret ved, at de skal være noteret på en fondsbørs. Samtidig er realkreditobligationerne karakteriseret ved at have lange udstedelsesperioder (flere år) med løbende (daglig udstedelse) og med en ikke på forhånd fastsat udstedelsesmængde. Disse karakteristika medfører, at realkreditinstitutterne som udgangspunkt altid vil skulle udarbejde prospekter i henhold til det foreslåede kapitel 6, idet realkreditobligationer heller ikke falder ind under de undtagelser for pligten til at offentliggøre et prospekt, der er nævnt i den foreslåede § 23, stk. 4.

Af den foreslåede § 23, stk. 7 fremgår det, at Finanstilsynet fastsætter regler for prospekters indhold, format, sprog mv. I den forbindelse ser Realkreditrådet med tilfredshed på bemærkningerne i relation hertil, idet realkreditobligationer vil være omfattet af en undtagelsesbestemmelse for prospekternes gyldighed, således at gyldigheden af prospekterne varer indtil udstedelsen af de pågældende realkreditobligationer afsluttes (åbningsperiodens udløb). Samtidig ser Realkreditrådet med tilfredshed på, at prospektdirektivet giver mulighed for, at et prospekt kan vedrøre flere værdipapirer – både af forskellig type og flere af samme type (flere fondskoder) – idet realkreditinstitutterne typisk åbner flere fondskoder med de samme karakteristika, hvor det alene er den nominelle rente og løbetid på realkreditobligationerne, der er forskellige. Kombineret med ovennævnte undtagelse rettet mod gyldighedsperioden sikrer dette, at realkreditinstitutterne ikke vil skulle udarbejde uforholdsmæssigt mange prospekter, hvor informationsværdien ikke er ny. Realkreditrådet vil forholde sig nærmere til rækkevidden af ovennævnte muligheder i forbindelse med Finanstilsynets nærmere fastsæt-

Foreningen finder det hensigtsmæssigt, at der kommer til at gælde de samme krav om prospekt for alle udbud over 2.500.000 €, uanset om værdipapirerne søges optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads, et tilsvarende reguleret marked eller der er tale om offentlige udbud.

DAF lægger vægt på, at der til supplement af det europæiske krav om prospekter ved udbud over 2.500.000 €, fastsættes et dansk krav om prospekt ved udbud over 100.000 €.

DAF kan tilslutte sig princippet om at såvel juridiske som fysiske personer kan optages på en liste over kvalificerede investorer.

DAF kan støtte, at Finanstilsynet får udvidet adgangen til at foretage offentliggørelse, således at det også kan ske i sager, hvor der meddeles påtale eller pålægges tvangsbøder.

Med venlig hilsen,

Claus W. Silfverberg
Dansk Aktionærforening



REALKREDITRÅDET

Pr. e-mail

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

7. september 2004
E 110 – lbj

Att.: Finansinspektør Charlotte S. Brøndsted
Vicekontorchef Julie Galbo

Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet)

Finanstilsynet har med skrivelse af 16. august 2004 fremsendt udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet) med anmodning om Realkreditrådets bemærkninger hertil.

Nedenfor er Realkreditrådets bemærkninger til lovforslagets specifikke bestemmelser anført.

§ 1 – Lov om værdipapirhandel mv.

§ 1, nr. 4 og 5:

Danske realkreditobligationer er bl.a. karakteriseret ved, at de skal være noteret på en fondsbørs. Samtidig er realkreditobligationerne karakteriseret ved at have lange udstedelsesperioder (flere år) med løbende (daglig udstedelse) og med en ikke på forhånd fastsat udstedelsesmængde. Disse karakteristika medfører, at realkreditinstitutterne som udgangspunkt altid vil skulle udarbejde prospekter i henhold til det foreslåede kapitel 6, idet realkreditobligationer heller ikke falder ind under de undtagelser for pligten til at offentliggøre et prospekt, der er nævnt i den foreslåede § 23, stk. 4.

Af den foreslåede § 23, stk. 7 fremgår det, at Finanstilsynet fastsætter regler for prospekters indhold, format, sprog mv. I den forbindelse ser Realkreditrådet med tilfredshed på bemærkningerne i relation hertil, idet realkreditobligationer vil være omfattet af en undtagelsesbestemmelse for prospekternes gyldighed, således at gyldigheden af prospekterne varer indtil udstedelsen af de pågældende realkreditobligationer afsluttes (åbningsperiodens udløb). Samtidig ser Realkreditrådet med tilfredshed på, at prospektdirektivet giver mulighed for, at et prospekt kan vedrøre flere værdipapirer – både af forskellig type og flere af samme type (flere fondskoder) – idet realkreditinstitutterne typisk åbner flere fondskoder med de samme karakteristika, hvor det alene er den nominelle rente og løbetid på realkreditobligationerne, der er forskellige. Kombineret med ovennævnte undtagelse rettet mod gyldighedsperioden sikrer dette, at realkreditinstitutterne ikke vil skulle udarbejde uforholdsmæssigt mange prospekter, hvor informationsværdien ikke er ny. Realkreditrådet vil forholde sig nærmere til rækkevidden af ovennævnte muligheder i forbindelse med Finanstilsynets nærmere fastsæt-

1/5

telse af regler samt i forbindelse med den praktiske tilrettelæggelse og implementering af godkendelsesprocessen på Københavns Fondsbørs.

§ 1, nr. 6:

Det fremgår af forslaget § 23 a, stk. 2, at meddelelse om godkendelse af prospektet skal foreligge indenfor 10 arbejdsdage efter modtagelsen af ansøgningen om godkendelse af prospektet. I den forbindelse er det værd at bemærke, at ændringer i renteniveauet og dermed ændringer i kurserne på realkreditobligationer kan medføre, at der er behov for at åbne realkreditobligationer med en anden rentekupon for at kunne afgive lånetilbud. Det er derfor af hensyn til låntagerne nødvendigt, at godkendelsesprocessen for realkreditobligationer er meget hurtig. Det bør faktisk kunne ske på dag til dag basis for at sikre muligheden for afgivelse af lånetilbud baseret på obligationer med en kurs på 100 eller lavere. Det vil formentlig ikke være et praktisk problem under forudsætning af, at det vil være muligt at tilføje nye fondskoder til et allerede eksisterende prospekt i prospektets gyldighedsperiode, men det kunne være hensigtsmæssigt at tilføje en sætning om, at godkendelsesprocessen for realkreditobligationer af hensyn til låntagerne bør ske hurtigst muligt (på dagsbasis), hvis der er praktisk mulighed herfor.

Med hensyn til muligheden for at henvise et prospekt til godkendelse i et andet land (§ 23, stk. 5) bør det præciseres, hvad den samlede godkendelsesperiode er, idet det er uklart, om henvisning samt godkendelse også skal ske inden for 10 dage.

§ 1, nr. 10:

Ordlyden i den foreslåede § 28 a vedrører ikke ledende medarbejderes transaktioner med realkreditobligationer for egen regning, idet disse papirer ikke har tilknytning til aktier udstedt af det pågældende selskab.

I relation til den foreslåede § 28 b er det Realkreditrådets vurdering, at der er behov for en nærmere afklaring af, om realkreditinstitutters anbefalinger om fx konvertering af lån, hvor der vil være tilknyttet en handel med værdipapirer, er omfattet af bestemmelsen. Tilsvarende gælder i relation til fx en cheføkonoms udtalelser om vurderinger/anbefalinger af fordelagtig lånepleje, hvor der igen accessorisk er bagvedliggende obligationshandler. Realkreditrådet vil forholde sig nærmere hertil i forbindelse med Finanstilsynets nærmere fastsættelse af regler vedrørende dette forhold.

§ 1, nr. 11:

I relation til den foreslåede § 35, stk. 1 og stk. 3 er det Realkreditrådets opfattelse, at realkreditinstitutternes sædvanlige market-makerfunktion kan opretholdes. Denne opfattelse baserer sig også på den løbende dialog herom med Finanstilsynet i forbindelse med de seneste års arbejde med markedsmissbrugsdirektivet.

Realkreditinstitutterne finansierer udlånene ved løbende obligationsudstedelse. Obligationerne har varierende serier og dermed løbetid, og der er i princippet tale om indfrielsehandler i hele obligationens løbetid. Realkreditinstitutterne stiller løbende købs- og salgskurser overfor udlåns- og indfrielseskunderne (market-makerfunktion) fra den dag, hvor obligationen åbnes for tegning af fastkursaftaler – typisk 6-9 måneder før 1. dag for låneudbetalingen – til obliga-

tionen løber ud ved sidste lån i serien. Et væsentligt forhold i relation hertil er, at realkreditinstitutterne hermed kan stille priser i de relativt mange mindre likvide serier.

Såfremt realkreditinstitutternes sædvanlige market-makerfunktion fremover ikke ville kunne opretholdes, vil det være et alvorligt problem. Realkreditinstitutterne vil i så fald ikke kunne tilbyde kunderne løbende udbetalings- og indfrielseskurser i institutternes obligationer bortset fra de relativt få obligationer, hvor der løbende er bud og udbud på Københavns Fondsbørs.

Den foreslåede § 38, stk. 1, nr. 4 og stk. 2 nr. 3 samt stk. 4 vedrører bestemmelser om kursmanipulation og undtagelsen fra disse bestemmelser baseret på legitimitet og overensstemmelse med accepteret markedspraksis. Bestemmelserne rummer en række potentielle problemstillinger i forhold til balanceprincippet i Realkreditloven og realkreditinstitutternes praksis med market making i såvel likvide og stærkt illikvide fondskoder.

I § 38, stk. 1, nr. 4 angives, at transaktioner eller handelsordrer, hvorved en person eller flere personer i fællesskab sikrer, at kursen på et eller flere værdipapirer ligger på et unormalt eller kunstigt niveau, er kursmanipulation.

I stk. 2, nr. 3 beskrives kursmanipulation som en situation, hvor man via en dominerende stilling over udbuddet af eller efterspørgslen efter et værdipapir sikrer priser på et unormalt eller kunstigt niveau.

Som følge af realkreditinstitutternes udstedelsespraksis vil der forekomme situationer, hvor realkreditinstituttet ejer store/dominerende andele af den cirkulerende obligationsmængde i enkelte fondskoder. Det kan f. eks. være i forbindelse med nyudstedte fondskoder, hvor der skal være udstedt en vis mængde obligationer, før der kommer en effektiv kursdannelse. Det kan f. eks. være i fondskoder, der må lukkes hurtigt efter udstedelsen på grund af mindstentereglerne eller fordi der ikke viste sig den forventede kundeinteresse for netop denne fondskode.

I indfrielsespapirerne vil realkreditinstitutterne være tvunget til at opkøbe obligationer i poster i obligationsmarkedet af 10-25 mio. kr. mod at kunne indfri selv mindre lån. Den overskydende beholdning kan så anvendes til indfrielse over en længere periode.

Den nuværende markedspraksis er, at realkreditinstitutterne søger at handle til de kurser, som vurderes at kunne klare markedet ved at matche efterspørgslen med udbuddet. I en række fondskoder vil man kunne skele til markedspriserne i sammelignelige likvide fondskoder - i andre vil det være en vurdering baseret på historiske kurser i fondskoden, kendskab til udbud fra et fåtal af institutionelle investorer eller den mulighed at konverterbare obligationer kan udtrækkes til kurs pari, hvis de ikke kan opkøbes. Problemstillingen understøttes af, at realkreditinstitutterne har meget begrænsede muligheder for at indfri lån ved at opkøbe i andre obligationer end den pågældende fondskode.

Der vil således forekomme situationer, hvor realkreditinstitutter har dominerende beholdninger i realkreditobligationer, som handles til kurser, der ikke vil kunne retfærdiggøres af finansielle nutidsværdiberegningsmodeller. Da kurserne i disse situationer fastsættes i henhold til bekendtgørelsen om god værdipapirhandelsskik §7 om værdipapirer, hvor der ikke er løben-

de handel, må kursfastsættelsen betegnes som værende i overensstemmelse med accepteret markedspraksis.

Det er vigtigt, at der ved fastsættelsen af reglerne for accepteret markedspraksis tages højde for realkreditinstitutternes specielle forhold, så realkreditinstitutterne kan fortsætte marketafgørelsen, idet låntagerne alternativt vil få vanskeligere ved at indfri lån og vil få en mere usikker prisdannelse ved udstedelsen af lån i nyåbnede fondskoder.

§ 1, nr. 25:

Med den foreslåede § 93, stk. 6 gives der Finanstilsynet adgang til at offentliggøre påtaler og tvangsbøder i relation til sager, der vedrører overtrædelse af regler, der gennemfører markedsmissbrugsdirektivet. Realkreditrådet lægger vægt på, at reglerne for offentliggørelse af administrative sanktioner i lov om værdipapirhandel følger de foreslåede ændrede regler for offentliggørelse af sanktioner i henhold til lov om finansiel virksomhed. Der skal således være tale om væsentlige forhold før en offentliggørelse kan finde sted, og offentliggørelse skal ikke kunne finde sted, hvis sagen er anket.

§ 3 – Ikrafttræden og undtagelser herfra

§ 3:

Det fremgår af bemærkningerne til stk. 3, at "De danske realkreditobligationer, hvor der er påbegyndt udbud til offentligheden inden 1. juli 2005, er omfattet af denne overgangsbestemmelse. Der kan foretages løbende udbud af de omfattede obligationer i Danmark indtil 31. december 2008." I en samtale med Finanstilsynet herom er sekretariatet blevet bekendt med, at denne overgangsbestemmelse ikke vil kunne finde anvendelse, såfremt realkreditobligationerne er noteret på en fondsbørs. Bemærkningerne giver derfor ingen mening, da realkreditobligationer som indledningsvist nævnt bl.a. er karakteriseret ved, at de skal være noteret på en fondsbørs.

Ikke desto mindre finder Realkreditrådet, at det vil være relevant med en overgangsordning for de realkreditobligationsserier, der er åbnet før den 1. juli 2005. Baggrunden er, at realkreditinstitutterne efter de gældende regler har været omfattet af en undtagelsesbestemmelse, således at institutterne ikke har skullet udarbejde og få godkendt prospekter ved åbning af nye serier. Samtidig er disse eksisterende serier blevet åbnet med (sædvanlige) lange åbningsperioder, og det anses ikke for hensigtsmæssigt, at fortsat udstedelse i den resterende del af åbningsperioderne ikke kan foretages uden opfyldelse af nye krav. Der vil i den forbindelse ikke blive tilført relevant ny information i relation til de pågældende obligationer og for eksempelvis de åbne annuitetsserier vil der skulle udarbejdes prospekter for de resterende 2 måneder af en 3-årig åbningsperiode, hvilket absolut ikke anses for hensigtsmæssigt. Hertil kommer et økonomisk perspektiv, idet der er tale om mange allerede åbne serier, der vil blive omfattet af de nye regler, hvilket også vil give uforholdsmæssigt store omkostninger til prospektgodkendelse, alene baseret på, at åbningsperioderne overlapper ikrafttrædelsesdatoen den 1. juli 2005.

På baggrund af ovennævnte finder Realkreditrådet det nødvendigt, at der etableres en overgangsordning for de realkreditobligationsserier, der allerede er åbnet, og hvor åbningsperioden overlapper ikrafttrædelsesdatoen den 1. juli 2005.

Endelig må det sikres, at realkreditinstitutterne har den fornødne tid til at ajourføre de interne regler om intern viden i henhold til lovudkastets § 37, stk. 1 og 2. En overgangsbestemmelse på området imødeses.

Realkreditrådet stiller sig gerne til rådighed for en uddybning af ovennævnte bemærkninger.

Med venlig hilsen

Lars Blume-Jensen

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C
Att. Vicedirektør Peter Sylvest Larsen

6. september 2004
Akt.nr. 180500

Re: Lovforslag til høring (J.nr. 131-0008)

(Udkast til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiell virksomhed).

Danmarks Statistik har noteret sig, at lovforslagets formål er at gennemføre en række nye EU-direktiver på det finansielle område i dansk ret.

Danmarks Statistik har i den forbindelse følgende bemærkninger til ændringsforslaget til § 89:

"Stk. 3. Offentlige myndigheder og institutioner, der udsender statistik, som kan have en mærkbar indvirkning på de finansielle markeder, skal udsende statistikker på en fair og gennemsigtig måde.":

1. Kravet om, at statistikken skal udsendes på en fair og gennemsigtig måde, ligger helt i tråd med Danmarks Statistiks formål og mission, men vi er ikke sikre på, at et sådant krav hører hjemme i den nævnte lovgivning eller med den foreslåede placering. Efter vores opfattelse skaber dansk lovgivning allerede rammerne for at sikre de foreslåede kravs opfyldelse for så vidt angår Danmarks Statistiks rolle, jf. lov om Danmarks Statistik (Økonomiministeriets lovbekendtgørelse nr. 599 af 22. juni 2000). Opmærksomheden henledes på Styrelsens særlige kompetence jf. § 3 og § 3a.
2. Formuleringen af ændringsforslagets stk. 3 er væsentlig mere generel end indholdet af bemærkningerne til ændringsforslaget angående dette punkt. I bemærkningerne henvises til, at: "Statistik vedrørende de finansielle markeder kan i visse tilfælde have betydning for kursdannelsen på værdipapirer". Det skal for en god ordens skyld bemærkes, at en lang række andre statistikker må antages at øve en mindst lige så stor indflydelse på kursdannelsen. Det gælder en række konjunkturstatistikker som f.eks. prisindeks, betalingsbalance og kvartalsvist nationalregnskab. Ønskes stk. 3 alligevel opretholdt, foreslås formulering indskrænket til at dække statistik om finansielle markeder.

3. Endelig er Danmarks Statistik enig i bemærkningernes udsagn om, at institutionen i praksis lever op til de foreslåede krav til offentliggørelse af statistik på en fair og gennemsigtig måde. Det kan i den forbindelse bemærkes, at Danmarks Statistik ud over de statistikker, som publiceres gennem publikationer og databanker, også stiller mere detaljerede opgørelser til rådighed efter de gældende regler for indtægtsdækket virksomhed i statsinstitutioner. For de finansielle markeder drejer det sig navnlig om detaljerede oplysninger om beholdningerne af obligationer på fondskodeniveau med fordeling af holdere på brancher og sektorer.

Med venlig hilsen

Bent Thage
Afdelingsdirektør

bth@dst.dk



Foreningen af Statsautoriserede Revisorer

Kronprinsessegade 8, 1306 København K. Telefon 33 93 91 91
Telefax nr. 33 11 09 13 e-mail: fsr@fsr.dk Internet: www.fsr.dk

Finanstilsynet
Att.: Vicedirektør Peter Sylvest Larsen
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

E-mail: Finanstilsynet@ftnet.dk, psl@ftnet.dk

6. september 2004
nea/osj/dor (X:\Faglig\HORSVAR\2004\H085-04.doc)

Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed

Finanstilsynet har den 16. august 2004, j.nr. 131-0008, fremsendt udkast til lov om ændring af lov om værdipapirhandel mv. og lov om finansiel virksomhed. Formålet med lovforslaget er at gennemføre markedsmisbrugsdirektivet (direktiv 2003/6/EF) og prospektdirektivet (direktiv 2003/71/EF).

Lovudkastet omtaler forpligtelser, der påhviler revisorerne, herunder især tavshedspligt efter lovforslagets § 36 og forpligtelser til at udarbejde interne regler for handel med værdipapirer og regler mod spredning af intern viden efter lovforslagets § 37, stk. 1 og 2, der er en videreførelse af gældende bestemmelser. Endvidere kan revisorerne blive omfattet af reglerne om insiderlister, jf. lovforslagets § 37, stk. 4, hvilket er en udvidelse af de gældende bestemmelser, der kun gælder for udstedere.

Den nærmere udmøntning af disse regler vil have interesse for FSRs medlemmer. Der skal i medfør af lovforslaget udstedes en række bekendtgørelser, herunder en prospektbekendtgørelse. FSR deltager gerne i arbejdet med at udvikle disse bekendtgørelser.

Foreningen har p.t. ikke yderligere bemærkninger til de foreslåede ændringer.

---oo0oo---

Såfremt Finanstilsynet har spørgsmål i forbindelse med ovenstående, står foreningen gerne til rådighed med en uddybning heraf.

Med venlig hilsen
FAGLIG AFDELING

Niels Ebbe Andersen
fagdirektør

Ole Steen Jørgensen
afdelingschef



DANMARKS REDERIFORENING
(DANISH SHIPOWNERS' ASSOCIATION)

Finanstilsynet
Att.: Finansinspektør Charlotte Brøndsted
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

6. september 2004

ulr/bc - 5641/890003

**Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om
finansiell virksomhed**

Med henvisning til Finanstilsynets høringsbrev af 16. august 2004 vedrørende udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiell virksomhed - gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektiverne - har vi følgende bemærkninger:

I) Lovudkastet

I udkastets § 1, nr. 10 ad § 28 a, stk. 6 bør det klarere fremgå af lovteksten, jfr. også motiverne hertil, at der alene er tale om at give meddelelse om transaktioner, der gennemføres, efter at 5.000 EUR-grænsen er nået.

Lovudkastets § 1, nr. 11: Det bør i § 38, stk. 1, nr. 4 klart fremgå, jfr. lovmotiverne, at kursmanipulation efter nr. 4) er betinget af, at en dominerende stilling misbruges.

II) Bemærkninger til lovmotiverne

Bemærkninger til § 1:

- Nr. 8 ad bemærkningerne til stk. 6, nr. 2: Er motivudtalelsen i tredje afsnit (der begynder "Bestemmelsens anvendelse ...") til sidst om SE-selskaber korrekt?
- Nr. 9: Den danske direktivtekst til prospektdirektivets art. 10 lyder i indledningen: "Udstedere, hvis værdipapirer optages til handel ..., skal mindst hvert år udarbejde et dokument ...". Ordet "optages" peger i retning af, at pligten til at afgive en sådan årlig rapport alene vedrører selskaber, hvis værdipapirer optages til notering efter de nye prospektregler. Andre EU-landes direktivtekster er ikke så klare, men sammenlignes bestemmelsen i art. 10 med direktivets formål og anvendelsesområde efter art. 1 og også med art. 29 om gennemførelsen i national lovgivning, fremgår det, at direktivet vedrører fremtidige optagelser til notering/udbud til offentligheden. Der er ikke noget

holdepunkt for, at art. 10 skulle have et andet anvendelsesomfang. Var det hensigten, burde det have været eksplicit anført, og den danske direktivtekst støtter dette synspunkt.

- Nr. 11, § 34: I syvende afsnit i motiverne til § 34 ("For det første foreslås ...") bør formuleringen "have en vis betydning for kursdannelsen" ændres til "have en klar/væsentlig betydning for kursdannelsen" el. lign. Ordet "vis" synes i hvert fald ikke at være en korrekt gennemførelse af mærkbarhedskriteriet. Også i det herefter tredje følgende afsnit (der begynder "Det blev dog ...") bør der foretages en lignende justering.
- Nr. 11, § 35: Vi går ud fra, at der som hidtil gælder et misbrugskriterium. Grundet den verserende højesteretssag om bl.a. misbrugskriteriet indeholder vores høringssvar ikke stillingtagen til lovttekstens klarhed herom.
- Nr. 11, § 37: I motiverne til § 37 bør i tiende afsnit ("Kravet i den foreståede ...") formuleres således: "Ud over at oplyse om de lovgivningsmæssige konsekvenser skal det i de interne regler angives, hvilke eventuelle interne procedurer til sikring af, at reglerne overholdes, der gælder i udsteders virksomhed."
- Nr. 11, § 37, stk. 1, andet punktum: I direktivet bruges ordet "occasional", hvilket rettelig bør oversættes ved "lejlighedsvis". Bevares "enkeltstående", må det i motiverne præciseres, at dette ord omfatter flere tilfælde.
- Nr. 11, § 38, stk. 1: I motiverne til § 38, stk. 1, nr. 2 og nr. 4 kunne med fordel henvises til modifikationen, der følger af § 38, stk. 4.
- Nr. 11, § 38, stk. 2: I motiverne til § 38, stk. 2 bør det nærmere vedrørende 1) forklares, hvorledes dette eksempel kan falde under stk. 1.
- Nr. 11, § 38, stk. 4: I motiverne til § 38, stk. 4 bør det nærmere forklares, hvad der ligger i ordet "legitim".
- Nr. 14, § 43, stk. 1: Beløbsgrænsen i § 43, stk. 1 på 100.000 EUR forekommer meget lav (selv om den er endnu lavere efter gældende regler). Skulle minimumgrænsen ikke sættes på 1 mio. EUR?

Bemærkninger til § 3:

Ikrafttrædelse allerede 1. januar 2005 forekommer utilfredsstillende hurtigt. EU-fristen er allerede overskredet, hvad Danmark for så vidt er helt uskyldig i, og om fristen overskrides med nogle måneder yderligere er næppe afgørende, så længe det kan godtgøres, at Danmark har søgt markedsmisbrugsdirektivet gennemført så hurtigt som forsvarligt. En ikrafttrædelse ca. 1 måned efter, at loven kan forventes vedtaget,

forekommer uforsvarlig. Der skal udstedes bekendtgørelse, Fondsbørsen skal udstede retningslinjer, og de enkelte virksomheder skal foretage en række ændringer og justeringer, herunder systemtilpasninger, ligesom en række medarbejdere skal orienteres om de nye regler og efterleve disse. I nogen udstrækning kan efterlevelse forberedes, før loven er vedtaget, og bekendtgørelserne er udstedt, men de endelige beslutninger m.v. i virksomhederne må selvsagt afvente lovens vedtagelse og bekendtgørelsernes offentliggørelse.

Med venlig hilsen
DANMARKS REDERIFORENING
P.D.V.

Uffe Lind Rasmussen

Finanstilsynet
- 1 SEP. 2004



STATSADVOKATEN

Finanstilsynet

Att.: Finansinspektør Charlotte Brøndsted

Gl. Kongevej 74 A

1850 Frederiksberg C

DATO 30.08.2004

JOURNAL NR.

BEDES ANFØRT VED SVARSKRIVELSER
VICESTATSADV. JENS MADSEN

STATSADVOKATEN FOR SÆRLIG
ØKONOMISK KRIMINALITET

ANKER HEEGAARDS GADE 5, 5.
1572 KØBENHAVN V

TELEFON 33 14 88 88

FAX 33 43 01 19

E-mail: econ.crime@post.tele.dk

Vedr.: Høring vedr. udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel service (Deres j.nr. 131-0008)

Under henvisning til ovennævnte høring, som statsadvokaturen har modtaget den 16/8 2004, skal jeg bemærke følgende:

Den foreslåede § 37, stk. 6, i lov om værdipapirhandel m.v.

Bestemmelsen indeholder en pligt for personer, der som led i deres erhverv gennemfører transaktioner med værdipapirer, til at underrette Finanstilsynet, såfremt de medvirker til en transaktion med værdipapirer, og der foreligger en rimelig begrundet mistanke om insider handel eller kursmanipulation.

Statsadvokaturen støtter princippet om en underretningspligt ved mistanke om insider handel eller kursmanipulation. Den foreslåede bestemmelse omfatter imidlertid kun de tilfælde, hvor insider handlen eller kursmanipulationen er fuldbyrdet. Dette kan være problematisk, idet værdipapirhandleren objektivt set er medvirkende til en strafbar handling, hvis han gennemfører transaktionen til trods for en rimelig begrundet mistanke om insider handel eller kursmanipulation.

Problemstillingen kan løses ved at pålægge værdipapirhandleren at underrette om en mistanke allerede på forsøgsstadiet. Hovedreglen bør herefter være, at værdipa-

pirhandleren bør afstå fra at gennemføre handlen, hvis han har en mistanke om at hans kunde vil handle med intern viden eller vil begå kursmanipulation. Kun hvor særlige forhold tilsiger det – f.eks. hvis der er risiko for at den efterfølgende efterforskning forhindres – bør underretningen foretages efter at transaktionen er gennemført. Jeg kan i det hele henvise til hvidvaskloven, hvor § 10 indeholder en underretningspligt baseret på den samme tankegang.

For at modvirke et strafansvar for værdipapirhandleren i de situationer, hvor han gennemfører transaktionen før underretningen gives, bør bemærkningerne til bestemmelsen indeholde en afbalanceret beskrivelse af, hvordan værdipapirhandleren i denne mellemliggende periode skal forholde sig. Inspiration hertil kan hentes på s. 92 i betænkning nr. 1371 fra Justitsministeriets udvalg om økonomisk kriminalitet og datakriminalitet, hvor der er en beskrivelse af den parallelle problemstilling på hvidvaskområdet.

STATSADVOKATEN FOR SÆRLIG
ØKONOMISK KRIMINALITET

SIDE 2

Hvis problemstillingen ønskes uddybet eller i øvrigt diskuteret kan vicesstatsadvokat Jens Madsen kontaktes på tlf. nr. 33 910 910, lokal 5360.

Den foreslåede § 38, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v.

Ved den foreslåede bestemmelse er det anført, at der ved anvendelsen af § 38, stk. 1, nr. 1, skal tages hensyn til de regler, der gælder for redaktører og redaktionelle medarbejdere.

Efter statsadvokaturens opfattelse er denne bestemmelse ikke tilstrækkelig præcis. Der savnes – eventuelt i lovbemærkningerne – en nærmere angivelse af, hvilke fortolkningsbidrag der skal bruges, når en eventuel strafbarhed skal vurderes.

Lovudkastet giver mig ikke i øvrigt anledning til bemærkninger.

Med venlig hilsen


Henning Thiesen

Finanstilsynet

Att.: Finansinspektør Charlotte Brøndsted

csb@ftnet.dk

1. september 2004

J.nr. 2004-170-0438

Lovforslag i høring

Finanstilsynet har med e-mail af 16. august 2004 fremsendt udkast til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed med anmodning om eventuelle bemærkninger.

I den anledning skal man meddele, at Skatteministeriet ikke har bemærkninger til lovudkastet.

Med venlig hilsen

Kirsten Hvelplund

Konsulent

Departementet

Nicolai Eigtveds Gade 28

DK 1402 København K

Tlf +45 33 92 33 92

Fax +45 33 14 91 05

www.skat.dk

skm@skm.dk

CVR-nr 17 14 68 15

ERHVERVSANKENÆVNET

Kampmannsgade 1 * Postboks 2000 * 1780 København V * TELF. 33 30 76 22 * TELEFAX 33 30 76 00
GIRO 9 00 17 43 * HJEMMESIDE www.eogs.dk * EKSP.TID 9-16

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Att.: Charlotte Brøndsted

Finanstilsynet
27 AUG. 2004

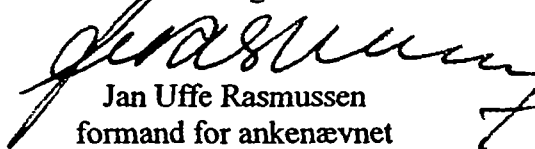
DEN 26 AUG. 2004

J.NR. 04-205.639
(Bedes anført ved besvarelsen)
STU

**Vedr.: Høring af udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapir m.v. og lov om
finansiel virksomhed**

Under henvisning til Deres skrivelse af 16. august 2004 skal jeg hermed meddele, at forslaget ikke
giver Erhvervsankenævnet anledning til bemærkninger.

Mød venlig hilsen



Jan Uffe Rasmussen
formand for ankenævnet

Registrerede Revisorer FRR

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Att.: Vicedirektør
Peter Sylvest Larsen

Finanstilsynet
20 AUG. 2004

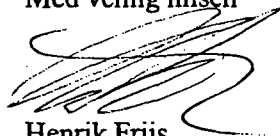
17. august 2004

**Udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om
finansiel virksomhed**

Tak for muligheden for at kommentere udkastet.

FRR har ud fra det tilsendte materiale p.t. ingen kommentarer til udkastet.

Med venlig hilsen



Henrik Friis
afdelingschef

- 6 SEP. 2004

■ Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Dato: 3. september 2004
Deres ref.: J.nr. 131-0008
Vores ref.: 162 HER/mbh

■ **Høring af udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed.**

HTS-I har modtaget ovennævnte lovforslag til høring.

Lovforslaget implementerer markedsmisbrugsdirektivet og prospektdirektivet i henholdsvis lov om værdipapirhandel og lov om finansiel virksomhed.

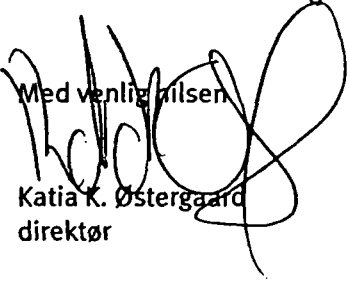
Lovforslaget gennemfører i konsekvens heraf en mere detaljeret regulering af børsnoterede selskabers pligt til at offentliggøre kursrelevante oplysninger, ligesom der til afløsning af det gældende regelsæt om insiderregisteret indføres nye regler om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejderes aktiehandlinger.

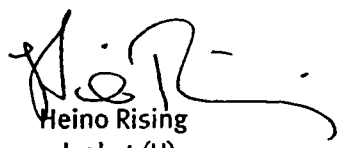
Lovforslaget fastsætter nye undergrænser, således at børsnoterede virksomheder fremover undgår at udarbejde daglige nettoopgørelser og kvartalsvise opgørelser over selskabets insiders handel med selskabets værdipapirer.

I forbindelse med gennemførelse af prospektdirektivet noterer HTS-I med tilfredshed, at den nugældende grænse for offentlige udbud på kr. 300.000 for prospekter, der er undtaget fra offentlighedskravet forhøjes i konsekvens af direktivet, ligesom der åbnes mulighed for at rettede emissioner til kvalificerede investorer efter Finanstilsynets nærmere bestemmelser vil kunne undtages fra offentliggørelseskravet.

HTS-I anbefaler lovforslaget til vedtagelse.

Med venlig hilsen


Katia K. Østergaard
direktør


Heino Rising
advokat (H)

■
HTS - Handel, Transport
og Serviceerhvervene
Børsen
1217 København K
Telefon 70 13 12 00
Telefax 70 13 12 01
hts@hts.dk
www.hts.dk

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Finanstilsynet
- 6 SEP. 2004

VP Securities Services
Helgeshøj Allé 61
P.O. Box 20
DK-2630 Toastrup

Att.: Charlotte S. Brøndsted

T: +45 43 58 88 88
F: +45 43 71 20 03
E: vp@vp.dk
H: www.vp.dk
CVR-nr. 21 59 93 36

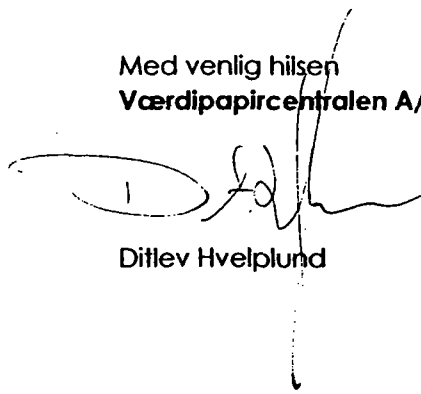
3. september 2004

Høringssvar i forbindelse med Lovforslag om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed.

Finanstilsynet har ved brev af 16. august 2004 (j.nr. 131-0008) anmodet om Værdipapircentralen A/S eventuelle bemærkninger til ovennævnte lovforslag.

VP har ingen bemærkninger til lovforslaget.

Med venlig hilsen
Værdipapircentralen A/S



Ditlev Hvelplund



Finanstilsynet
Att.: Finansinspektør Charlotte Brøndsted
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Finanstilsynet
- 6 SEP. 2004

3. september 2004

Høring - Lov om værdipapirhandel og lov om finansiel virksomhed

Under henvisning til det modtagne udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed skal jeg herved meddele, at Lokale Pengeinstitutter ikke har nogen særlige bemærkninger hertil. Vi henholder os således til Finansrådets høringsvar.

Med venlig hilsen


Astrid Thomas



DANMARKS
NATIONALBANK

Finanstilsynet

- 6 SEP. 2004

Finanstilsynet
GL. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Kapitalmarkedsafdelingen
Havnegade 5
1093 København K
Tlf: 33 63 63 63
Fax 33 63 71 15
kma@nationalbanken.dk
www.nationalbanken.dk

3. september 2004

G:\FIN\Lovgivning\Hearingssvar\B-040903-JUT-
Værdipapirhandelsloven.Doc


**Forslag til Lov om ændring af lov om værdipapirhandel mv. og lov om
finansiel virksomhed. (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og pro-
spektdirektivet)**

Finanstilsynet har i brev af 17. august 2004 anmodet om bemærkninger til
ovennævnte lovforslag.

På de områder, hvor lovforslaget sigter mod implementering af den nye EU-
regulering om markedsmisbrug, lægger bestemmelserne i lovforslaget sig
tæt op ad de tilsvarende bestemmelser i EU-reguleringen. Det afspejler, at
direktivet sigter mod en høj grad af harmonisering inden for EU.

I henhold til prospektdirektivet skal der i hvert medlemsland være én cen-
tral, kompetent, administrativ myndighed, der har ansvaret for forpligtelser-
ne i henhold til direktivet, herunder beføjelser til at godkende prospekter.
Godkendelsen af prospekter for værdipapirer, der skal optages til notering
på en fondsbørs, er i dag uddelegeret. Denne form for uddelegering af myn-
dighedsbeføjelser skal ifølge prospektdirektivet ophøre, men kan dog fort-
sætte i en overgangsperiode indtil udgangen af 2011. Det foreliggende lov-
udkast fastlægger ikke nogen ophørsdato for uddelegering. Nationalbanken
finder, at myndighedsbeføjelser kun bør gives til offentlige myndigheder.

Venlig hilsen


Jens Thomsen


Jens Lundager

Finanstilsynet
Att.: Charlotte Brøndsted
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Finanssektorens
Arbejdsgiverforening
Store Kongensgade 81 C
Postboks 9010
1022 København K
Telefon 33 91 47 00
Telefax 33 91 17 66
E-mail: fa@fanet.dk

3. september 2004

**Høring af udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel
m.v. og lov om finansiel virksomhed**

Ved mail af 17. august 2004 har FA modtaget udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed til høring.

FA skal i den forbindelse meddele, at vi ikke har selvstændige bemærkninger til forslagene, men henviser til de bemærkninger, der måtte komme fra brancheforeningerne.

Vi takker for at være blevet hørt.

Med venlig hilsen

Jannik Dresling

Dok. nr. 43998
S. nr. 43998
JD/eg

Finanstilsynet
Charlotte Brøndsted
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

6. september 2004

Høring om forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel mv. om implementering af markedsmisbrugsdirektivet og prospektdirektivet

Finansrådets Hus
Amaliegade 7
1256 København K

Finansrådet og Børsmæglerforeningen har fra Finanstilsynet modtaget ovennævnte lovforslag i høring med anmodning om bemærkninger.

Telefon 3370 1000
Fax 3393 0260

Finansrådet og Børsmæglerforeningen finder det som udgangspunkt positivt, at der i EU arbejdes for klarere og harmoniserede regler på værdipapirområdet med henblik på at opnå et integreret og effektivt finansielt marked i EU. Foreningerne mener imidlertid, at lovforslaget til implementering af direktiverne på nogle områder indeholder uklare regler, som i deres udformning i lovforslaget ikke vil skabe den nødvendige klarhed på en række områder.

mail@finansraadet.dk
www.finansraadet.dk

Herudover ønsker foreningerne indledningsvis at bemærke, at det i praksis ikke vil være muligt at efterkomme ikrafttrædelsesdatoen, som er 1. januar 2005. Lovforslaget medfører væsentlige systemmæssige og uddannelsesmæssige opgaver for sektoren, som tidligst vil kunne være på plads med opgaverne 1. april 2005. Vi vil derfor stærkt anbefale, at lovens ikrafttræden udsættes til denne dato.

Journalnr. 514/03
Dok. nr. 109505-v2

Foreningerne har følgende specifikke bemærkninger til lovforslaget.

Lovforslaget til implementering af markedsmisbrugsdirektivet

I relation til § 27 i lovforslaget efterlyser foreningerne i forbindelse med stk. 2 om forpligtelsen til at offentliggøre intern viden, som er videregivet til tredjemand, en præcisering - eventuelt i lovbemærkningerne - af, at den gældende praksis i dag opretholdes, hvorefter udsteder ikke er meddelelsespligtig i forhandlingsfasen, hvor denne alene er en forberedelse af den relevante begivenhed, som danner grundlaget for intern viden. Her tænkes navnlig på den gældende praksis, hvorefter udsteder uformelt forhører sig hos større aktionærer i forbindelse med forberedelse af virksomhedsfusioner og tilsvarende projekter. Det vil være yderst problematisk, hvis gældende praksis ikke kan opretholdes, da denne er en afgørende forudsætning for et fornuftigt forhandlingsresultat.

Endvidere må der i bemærkningerne skabes klarhed over adgangen til at anvende tredjemænd, fx et trykkeri, i den fase, hvor en offentliggørelse tilrettelægges, uden at denne videregivelse i sig selv medfører pligt til offentliggørelse.

Side 2

Vedrørende lovforslagets § 28 a om pligten for ledende medarbejdere til at indberette aktiehandler mener foreningerne, at ordlyden i stk. 2, nr. 2: "... for udstederens fremtidige forretningsmæssige udvikling ..." giver anledning til fortolkningstvivl. Efter en ordlydsfortolkning kunne bestemmelsen eksempelvis omfatte vurderinger foretaget af kreditmedarbejdere, der i sagens natur potentielt kunne få betydning for udstederens forretningsmæssige udvikling, hvilket ikke kan antages at have været hensigten med bestemmelsen. Efter foreningernes opfattelse tager bestemmelsen alene sigte på ledende medarbejdere med et overordnet ansvar for virksomheden. Foreningerne foreslår derfor, at ordlyden ændres til: "... ledelsesbeslutninger af overordnet forretningsmæssig betydning ...", jf. Kommissionens direktiv 2004/72/EF art. 1 nr. 1 b, hvoraf det fremgår, at vægten ligger på beføjelsen som leder til at tage ledelsesbeslutninger.

Journalnr. 514/03
Dok. nr. 109505-v2

Vedrørende § 28 a, stk. 5 ønsker foreningerne at understrege vigtigheden af, at Finanstilsynet rent faktisk benytter sin adgang til at delegerer sine beføjelser til at modtage indberetninger og offentliggøre de modtagne indberetninger til Københavns Fondsbørs, som tilsynet lægger op til i lovbemærkningerne. Hvis tilsynet ikke delegerer opgaven til Københavns Fondsbørs, vil bestemmelsen medføre unødige systemændringer, som vil være omkostningsfulde og tidskrævende.

§ 28, stk. 6 indebærer et behov for nærmere regulering af beregningen af den fastsatte bagatelgrænse i EURO, herunder omregningskurs til DKK. Endelig bør der i forbindelse med den nærmere regulering overvejes procedurer for indberetning af handler, der allerede skulle have været indberettet.

Vedrørende § 35 om forbuddet mod køb, salg og tilskyndelse efterlyser foreningerne en afklaring af forbudsområdet omfang. Der ses ikke at være taget stilling til i § 35, om der skal være tale om en misbrugssituation som betingelse for at være under forbuddet i § 35. Foreningerne ønsker i den relation at pege på, at overskriften i kapitlet og angivelsen af reglernes formål i § 34 ganske vist indeholder ordet misbrug, men da dette ikke er kommet til udtryk i § 35, kan der være tvivl om, hvorvidt der i det hele taget kan handles med besiddelse af intern viden, uden at der er tale om misbrug. Foreningerne efterlyser, at man benytter lejligheden til at få afklaret den usikre retstilstand, der er på området, herunder det i den juridiske teori debatterede emne om, hvorvidt forbuddet rammer to handlende med samme interne viden.

Problemstillingen om misbrug gør sig særligt gældende i relation til aktietilbagekøbsprogrammer, som gennemføres uden for Safe Harbour-forordningens anvendelsesområde.

I forbindelse med Safe Harbour-forordningen skal foreningerne endvidere anmode om en præcisering af, om det er tilladt at købe egne aktier uden for tilbagekøbsprogrammet, mens programmet løber, jf. forordningens art. 6, nr. 1 a, hvor kun salg er nævnt.

Side 3

I relation til forbuddet mod videregivelse af intern viden i § 36 er der behov for en præcisering af området for straffri videregivelse, jf. også hertil bemærkninger ovenfor til § 27.

Journalnr. 514/03
Dok. nr. 109505-v2

Vedrørende § 37, stk. 6 om forpligtelsen for værdipapirhandlere til at underrette Finanstilsynet om mistænkelige transaktioner ser foreningerne et behov for en præcisering enten i lovtæksten eller i lovbemærkningerne af forholdet mellem det strafferetlige ansvar for medvirken og lovforslagets bestemmelser om straffrihed for medvirken ved den efterfølgende indberetning. Det er således væsentligt at få præciseret, om der efterfølgende kan rejses straffesag efter straffelovens almindelige ansvar for medvirken, hvis underretning er foretaget som foreskrevet i stk. 6.

Vedrørende § 38, stk. 4 er det væsentligt, at Finanstilsynet i god tid inden lovens ikrafttræden i et nærmere omfang får klarlagt sammen med markedsdeltagerne relevante eksempler på accepteret markedspraksis. Området for accepteret markedspraksis må ses i sammenhæng med forbuddet mod kursmanipulation og må forventes at få afgørende praktisk betydning for anvendelsen af forbuddet mod kursmanipulation.

I relation til Finanstilsynets hjemmel til at offentliggøre påtaler henviser foreningerne til reglerne om offentliggørelse af sanktioner i henhold til lov om finansiel virksomhed og Finansrådets hørings svar om samme af 6. september 2004.

Lovforslaget til implementering af prospektdirektivet

Vedrørende reglerne om prospekter er det foreningernes opfattelse, at det ville have været mere hensigtsmæssigt at anbringe reglerne i to kapitler i umiddelbar rækkefølge. Endvidere rejser beløbsgrænserne i EURO behov for en nærmere regulering af vekselkurs.

Endelig bør begrebet arbejdsdage i § 23 a, stk. 2-6 nærmere defineres.

Såfremt der er bemærkninger til ovenstående, står foreningerne selvsagt til rådighed.

Med venlig hilsen

Sidsel Nordengaard

Direkte 3370 1064
sin@finansraadet.dk

Finanstilsynet
Charlotte Brøndsted
Gammel Kongevej 74 A
DK-1850 Frederiksberg C

csb@ftnet.dk

Vores ref. JE/si

Journalnr. 1.2.4-033

Deres ref.

Dato 06.09.2004

Værdipapirhandelsloven - forslag til ændringer

Forsikring & Pension har med mail af 16. august 2004 modtaget udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed.

F&P kan i den anledning kun have få kommentarer, idet der i vidt omfang er tale om direktiv-baserede lovændringer, hvorfor det efter det oplyste ikke er muligt at ændre f.eks. til en mere forståelig ordlyd i forbindelse med implementeringen i dansk ret.

Dette bør ses i sammenhæng med, at den procedure, der har udviklet sig på værdipapirhandelsområdet, gør det yderst vanskeligt for en organisation som F&P at opnå nogen form for reel påvirkningsmulighed med hensyn til indholdet af de direktiver og forordninger, hvormed rammedirektiver siden udmøntes med en uforståelig hast og dertil i et vist omfang sideløbende. Denne procedure kan efter F&P's opfattelse udgøre et retssikkerhedsproblem.

Uanset det anførte må F&P for god ordens skyld tage afstand fra, at der ikke længere kan ske indberetning af bl.a. ledende medarbejders aktiehandel i eget selskab på gruppeniveau. Som hovedregel vil det næppe heller være til megen hjælp for investorerne, at der skal ske meddelelse om hver enkelt transaktion.

F&P har endvidere noteret sig, at "insiderlisten" fremover tillige skal omfatte personer, der kun har adgang til intern viden i enkeltstående tilfælde, hvilket alt andet lige vil resultere i en bredere liste end hidtil kendt.

En optagelse på "insiderlisten" indebærer, at de berørte medarbejdere alene, uanset om de konkret er i besiddelse af intern viden, kan handle aktier i selskabet i et ganske begrænset tidsrum. Dette er et ikke ubetydeligt indgreb i den berørte medarbejders handlefrihed. For medarbejdere, der jævnligt kommer i besiddelse af intern viden, er dette indgreb en rimelig foranstaltning. Men for medarbejdere, der alene en sjælden gang kommer i besiddelse af intern viden, forekommer indgrebet ude af proportion.

Man skal i den anledning erindre, at alle medarbejdere, uanset om de er opført på "insiderlisten" eller ikke, til enhver tid er underlagt værdipapirhandelslovens generelle forbud mod in-

siderhandel. I de tilfælde hvor en medarbejder konkret er kommet i besiddelse af intern viden, er vedkommende allerede med de nugældende regler afskåret fra at handle aktier. Det er F&P's indtryk, at langt de fleste børsnoterede virksomheder, bl.a. som følge af Københavns Fondsbørs' krav til interne regler herom, gør et stort arbejde ud af at informere medarbejderstaben om reglerne om insiderhandel såvel generelt som specifikt.

Det er F&P's opfattelse, at man med de nugældende regler i tilstrækkeligt omfang tilgodeser hensynet til at hindre insiderhandel, samtidig med at man ikke udsætter medarbejderne for unødvendige indgreb. En udvidelse af "insiderlisten" vil nødvendigvis gøre en ikke ubetydelig informationsopgave overfor de berørte virksomheders medarbejdere. Der bør derfor henses til de praktiske muligheder med hensyn til informationsopgaven i de enkelte selskaber, der formentlig også vil have behov for at foretage visse systemtilretninger. F&P finder ikke, at et ikrafttrædelsestidspunkt den 1. januar 2005 er i harmoni hermed, og skal derfor opfordre til, at det grundigt overvejes, hvorvidt det er muligt at indsætte et senere ikrafttrædelsestidspunkt i lovforslaget.

Med venlig hilsen

Jane Emke

Finanstilsynet
Gammel Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Finanstilsynet
- 6 SEP. 2004

3. september 2004

Høringssvar vedr. udkast til lovforslag om ændring af værdipapirhandelsloven m.v.

Danske Mediers Forum har med tak modtaget Finanstilsynets email af 16. august 2004 bilagt høringsbrev samt udkast til forslag til lov om ændring af værdipapirhandelsloven m.v. og lov om finansiel virksomhed.

Danske Mediers Forum konstaterer, at lovforslaget primært har til hensigt at gennemføre direktiv 2003/6/EF om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) og fire gennemførelsesretsakter, herunder direktiv 2003/125/EF om gennemførelse af direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter.

Særligt de to nævnte direktiver har interesse for Danske Mediers Forum, da direktivernes bestemmelser giver anledning til en række principielle betænkeligheder i forhold til pressfriheden, herunder retsplejelovens regler om kildebeskyttelse. Medierne har da også gennem sine europæiske brancheorganisationer fulgt tilblivelsen af direktiverne tæt. Danske Mediers Forum er bekymret over direktivernes brede anvendelsesområde, der også omfatter helt sædvanlig rapportering om værdipapirer, der som følge af offentlighedens krav om hurtig nyhedsformidling ikke bør underlægges rigoristiske, formelle krav til det redaktionelle indhold. Danske Mediers Forum tager imidlertid den gældende udformning af direktiverne til efterretning.

Det tilkommer ikke Danske Mediers Forum at kommentere Finanstilsynets lovudkast i sin helhed, men sammenslutningen ønsker at fremkomme med de følgende bemærkninger vedrørende udkastets §§ 28 b og 38, der har direkte betydning for medierne.

Bemærkninger til § 28 b

Danske Mediers Forum kan som udgangspunkt tilslutte sig bestemmelserne i § 28 b om redelig fremlæggelse og udbredelse af anbefalinger samt oplysning om interesser eller interessekonflikter.

Medierne bemærker helt generelt, at den konkrete bedømmelse af, hvornår en fremlæggelse eller udbredelse er "redelig", er vanskelig at foretage i praksis. Dertil kommer, at det er uklart, i hvilket omfang der skal oplyses om interesser eller interessekonflikter, fx hvor en journalist udarbejder en anbefaling af et værdipapir, som det massemedie, den pågældende arbejder for, har en økonomisk interesse i.

Danske Mediers Forum er derfor stærkt optaget af omfanget og rækkevidden af de regler, som Finanstilsynet måtte ønske at fastsætte efter § 28 b, stk. 2.

Bemærkninger til § 38

Danske Mediers Forum kan ligeledes som udgangspunkt tilslutte sig bestemmelserne i § 38 om kursmanipulation; heller ikke medierne eller deres ansatte bør selvsagt kunne drage fordel af udbredelsen af urigtige eller vildledende oplysninger.

Lovudkastets § 38 udgør imidlertid principielt en begrænsning af mediernes frihed, idet de underlægges krav til udformningen af det redaktionelle indhold. Præciseringen for så vidt angår redaktører og redaktionelle medarbejdere i § 38, stk. 3, er derfor af central betydning. Danske Mediers Forum bemærker i den forbindelse, at alle massemedier er underlagt de vejledende regler for god presseskik, der håndhæves af Pressenævnet. En række medier har herudover interne retningslinier for deres journalistik, herunder særligt erhvervsjournalistikken, der skal opretholde mediernes troværdighed og sikre mod fx kursmanipulation.

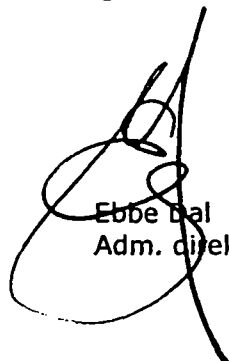
Også på dette område afventer Danske Mediers Forum derfor med stor interesse Finanstilsynets udnyttelse af sin hjemmel i § 38, stk. 5, til at udstede en bekendtgørelse med nærmere regler vedrørende modvirkning af kursmanipulation.

Danske Mediers Forum står naturligvis til rådighed, såfremt ovenstående bemærkninger ønskes uddybet, ligesom Medierne står til rådighed for Finanstilsynet ved udarbejdelsen af regler efter § 28 b, stk. 2, og § 38, stk. 5, såfremt tilsynet måtte ønske yderligere oplysninger om mediebranchen eller andet. Henvendelse herom kan rettes til chefjurist Holger Rosendal på telefon 3397 4000 eller email hrd@danskedagblade.dk.

Med venlig hilsen
Danske Mediers Forum



Christian Kierkegaard
Direktør, Dansk Fagpresse



Ebbe Dal
Adm. direktør, DDF



Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Sendt til: finansstilsynet@ftnet.dk

6. september 2004

Datatilsynet
Borgergade 28, 5.
1300 København K

CVR-nr. 11-88-37-29

Telefon 3319 3200
Fax 3319 3218

E-post
dt@datatilsynet.dk
www.datatilsynet.dk

J.nr. 2004-112-0135
Sagsbehandler
Anette Gramstrup
Direkte 3319 3226

Vedrørende udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed

Finanstilsynet har ved e-post af 16. august 2004 anmodet om Datatilsynets bemærkninger til ovennævnte lovudkast.

I den anledning skal Datatilsynet bemærke følgende:

1. I henhold til lovforslagets § 1, nr. 8, fastsættes i § 27 i lov om værdipapirhandel m.v. regler om oplysningsforpligtelse for udstedere af værdipapirer. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller et andet reguleret marked, eller for hvilke, der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører virksomheden.

Efter forslaget § 27, stk. 5, skal udstederne uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offentliggørelsen er sket, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

Det fremgår af bemærkningerne, at der med de foreslåede bestemmelser i § 27 gennemføres en række regler i markedsmisbrugsdirektivet samt i Kommissionens første direktiv om intern viden og kursmanipulation. Formålet med bestemmelsen er at sikre et højt informationsniveau og en effektiv prisdannelse på de værdipapirer, der er optaget på regulerede markeder. Pligten til at offentliggøre intern viden er endvidere af betydning for investorbeskyttelsen og tilliden til de regulerede markeder, idet det herigennem sikres, at samtlige markedsdeltagere har adgang til hurtig og relevant information om udstederne og de værdipapirer, der handles på markederne. Endelig er hurtig offentliggørelse af intern viden medvirkende til at mindske risikoen for misbrug af intern viden i form af insiderhandel.

I det omfang oplysninger om intern viden behandles inden for persondatalovens anvendelsesområde, jf. lovens § 1, går Datatilsynet ud fra, at behandlingen – herunder offentliggørelsen – vil ske med respekt af reglerne i persondataloven. Såfremt der med de foreslåede regler tilsigtes en fravigelse af persondatalovens regler, skal Datatilsynet anbefale, at dette tydeliggøres i lov-bemærkningerne.

2. I henhold til lovforslagets § 1, nr. 10, indsættes bestemmelser i § 28 a i lov om værdipapirhandel m.v. om indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders og disses nærtstående personers transaktioner, som de udfører for egen regning, og som vedrører aktier udstedt af det pågældende selskab eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier.

Den ledende medarbejder skal give meddelelse til det udstedende selskab, jf. § 28 a, stk. 1, og den nærtstående person skal give meddelelse til den ledende medarbejder, som videregiver oplysningen til det udstedende selskab, jf. § 28 a, stk. 3.

Det følger af forslaget § 28 a, stk. 5, at en udsteder skal indberette oplysningerne til Finanstilsynet. Finanstilsynet offentliggør straks herefter disse oplysninger.

Efter forslaget § 28 a, stk. 7, skal meddelelsen efter stk. 1 og 3 samt indberetning efter stk. 5 indeholde følgende oplysninger: 1) navnet på den fysiske eller juridiske person, der i henhold til stk. 1 eller 3 har pligt til at give meddelelse, 2) årsagen til, at den pågældende er forpligtet til at give meddelelse, 3) navnet på udstederen af de pågældende værdipapirer, 4) fondskode og betegnelse for de pågældende værdipapirer, 5) transaktionens karakter (køb, salg eller anden transaktion), 6) handelsdato og hvilket marked transaktionen er gennemført på, samt 7) antallet af handlede værdipapirer og kursværdien heraf.

Det fremgår bl.a. af bemærkningerne til § 28 a, at formålet med de forslåede bestemmelser er at skabe gennemsigtighed og offentlighed omkring ledende medarbejders handel med aktier i det udstedende selskab. Ledende medarbejders handel med aktier i det udstedende selskab kan være udtryk for en forventning om udstederens kommende indtjening og udvikling. Oplysninger om sådanne transaktioner udgør derfor et vigtigt informationselement for investorerne. Offentliggørelse kan også udgøre en forbyggende foranstaltning mod misbrug af intern viden i form af insider handel.

De i forslaget § 28 a, stk. 7, opregnede oplysningstyper er omfattet af persondatalovens § 6. Det er Datatilsynets umiddelbare vurdering, at indberetning og offentliggørelse af sådanne oplysninger ligger inden for rammerne af persondatalovens § 6.

Datatilsynet skal for en god ordens skyld henlede opmærksomheden på, at der i henhold til persondatalovens kapitel 8 påhviler den dataansvarlige en generel oplysningspligt over for den registrerede.

Efter persondatalovens § 28, stk. 1, og § 29, stk. 1, påhviler det den dataansvarlige eller dennes repræsentant at give den registrerede meddelelse om den dataansvarliges eller dennes repræsentants identitet samt formålet med behandlingen. Den dataansvarlige skal endvidere give meddelelse om alle yderligere oplysninger, der er nødvendige for, at den registrerede kan varetage sine interesser, herunder f.eks. kategorier af modtagere af oplysningerne.

Loven indeholder i § 28, stk. 2, § 29, stk. 2-3, og § 30, en række undtagelser fra oplysningspligten. Det afhænger af en konkret vurdering i hvert enkelt tilfælde, hvorvidt der vil kunne gøres undtagelse fra oplysningspligten.

3. I henhold til lovforslagets § 1, nr. 25, indsættes som stk. 6, i § 93 i lov om værdipapirhandel m.v., en bestemmelse om, at Finanstilsynet, såfremt det skønnes hensigtsmæssigt, i sager om overtrædelse af de i bestemmelsen nærmere opregnede bestemmelser, kan offentliggøre påtaler, der meddeles i henhold til § 83, stk. 1, og daglige eller ugentlige bøder, der pålægges i henhold til § 95, medmindre offentliggørelsen vil medføre alvorlig fare for finansmarkederne eller vil forvolde sagens parter uforholdsmæssig stor skade.

Det fremgår af bemærkningerne til bestemmelsen, at med den foreslåede bestemmelse gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 4. Af markedsmisbrugsdirektivet fremgår, at de kompetente myndigheder skal have adgang til at offentliggøre administrative sanktioner og foranstaltninger, som myndighederne pålægger i konkrete sager. Da den foreslåede udvidelse af Finanstilsynets adgang til offentliggørelse er en konsekvens af markedsmisbrugsdirektivet, forslås det præciseret i bestemmelsen, at adgangen til offentliggørelse af påtaler og tvangsbøder alene skal gælde i sager, der vedrører overtrædelser af regler, der gennemfører markedsmisbrugsdirektivet.

Datatilsynet har noteret sig, at offentliggørelsen af påtaler og tvangsbøder bygger på markedsmisbrugsdirektivets artikel 14, stk. 4.

Datatilsynet forudsætter at reglerne i markedsmisbrugsdirektivet er afklaret i forhold til databeskyttelsesdirektivet, herunder databeskyttelsesdirektivets artikel 8, stk. 5.

Datatilsynet kan imidlertid ikke udelukke, at den foreslåede offentliggørelse kan være en fravigelse af persondatalovens regler. Forholdet til persondataloven ses ikke omtalt i bemærkningerne til lovforslaget.

Persondatalovens § 8 kan fraviges ved særlovgivning, hvis denne ikke strider mod databeskyttelsesdirektivet. Datatilsynet har imidlertid i andre sager om fravigelse af persondataloven givet udtryk for den opfattelse, at en særskilt hjemmel til registrering og videregivelse af oplysninger i videre omfang end, hvad der følger af persondataloven, kun bør tilvejebringes, hvis vægtige samfundsmæssige hensyn taler herfor. Datatilsynet har i sådanne sager fundet ikke at burde udtale sig om, hvorvidt dette var tilfældet.

I det omfang det med den foreslåede bestemmelse er tilsigtet at fravige persondataloven, skal Datatilsynet anbefale, at dette præciseres i bemærkningerne.

4. Datatilsynet skal for en god ordens skyld henlede opmærksomheden på persondatalovens § 57. Efter denne bestemmelse skal der indhentes en udtalelse fra Datatilsynet i forbindelse med udfærdigelse af bekendtgørelser, cir-

kulærer eller lignende generelle retsfor skrifter, der har betydning for beskyttelsen af privatlivet i forbindelse med behandling af oplysninger.

Datatilsynet har ikke i øvrigt bemærkninger til det modtagne lovforslag.

Kopi af dette brev er dags dato sendt til Justitsministeriets Lovafdeling.

Med venlig hilsen

Anette Gramstrup

Finanstilsynet
Gl. Kongevej 74 A
1850 Frederiksberg C

Finanstilsynet
- 3 SEP. 2004

2. september 2004

Att.: finansinspektør Charlotte S. Brøndsted.

Vedr.: Forslag til Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed.

Finanstilsynet har fremsendt udkast til forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed med anmodning om bemærkninger til disse lovforslag.

Dansk AMP har følgende bemærkninger til lovforslagene:

Til § 361, stk. 1 i lov om finansiel virksomhed. Nyt nr. 16.

Vi har forståelse for, at Finanstilsynets omkostninger i forbindelse med godkendelse af prospekter afholdes af de, der anmoder om godkendelsen.

Men et gebyr på DKK 50.000 forekommer at være meget højt også højere end Finanstilsynets omkostninger i forbindelse med godkendelsen.

Under hensyntagen til, at der ved gennemførelsen af ændringerne i årsregnskabsloven er blevet pålagt de børsnoterede selskaber en ny afgift for Erhvervs- og Selskabsstyrelsens gennemgang af selskabernes regnskaber, vil denne ny afgift igen betyde en massiv forøgelse af omkostningerne for mindre og mellemstore virksomheders adgang til at benytte de muligheder, som en optagelse til handel på en autoriseret markedsplads byder på.

Dansk AMP skal derfor foreslå, at gebyret som udgangspunkt reduceres ganske væsentligt, og at det efter en passende tid tages op til vurdering, hvorvidt der er forskel på Finanstilsynets

omkostninger og de fastsatte gebyrer, hvorefter gebyret kan tages op til eventuel justering på basis af indvundne erfaringer.

Af bemærkningerne fremgår videre, at godkendelse af prospekter, hvor kompetencen er henlagt til Københavns Fondsbørs A/S ikke er pålagt gebyr til Finanstilsynet, men at Københavns Fondsbørs A/S kan kræve gebyr for godkendelse af sådanne prospekter.

Vi skal henlede opmærksomheden på, at dette kan medføre en konkurrenceforvridning, idet selskaber, der søger optagelse på Dansk AMP eller som er optaget på Dansk AMP og ønsker at gennemføre en kapitalforhøjelse, *skal* erlægge et gebyr til Finanstilsynet for godkendelse af prospekt, medens Københavns Fondsbørs A/S har mulighed for at fastsætte lavere gebyr *eller undlade* at opkræve gebyr.

Lovenes ikrafttræden:

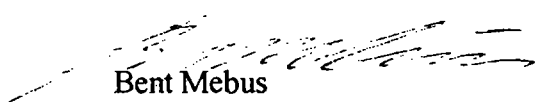
I betragtning af at lovforslaget må forventes først at være færdigbehandlet i Folketinget i december 2004 og de efterfølgende bekendtgørelser derfor næppe kan foreligge før kort før årsskiftet, er en ikrafttræden allerede den 1. januar 2005 af de væsentlige bestemmelser i lovforslagets nr. 11 betænkelig.

De ny regler vil medføre en række nødvendige ændringer i de gældende forretningsgange m.m. Den korte frist forstærkes af periodens mange helligdage og ultimoaktiviteter omkring årsskiftet.

Vi skal derfor foreslå, at ikrafttræden af lovforslagets nr. 11 udskydes til 1. april 2004.

I øvrigt har vi ingen bemærkninger til lovforslagene.

Med venlig hilsen
Dansk AMP A/S


Bent Mebus
Formand for bestyrelsen

