

**NOTAT**

**Finanstilsynet**

8. juni 2007

**Redegørelse vedrørende Finanstilsynets notat om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden**

Den 20. april 2007 offentliggjorde Finanstilsynet et notat om udstederes, f.eks. børsnoterede selskabers, pligt til at offentliggøre intern viden.

Efter offentliggørelsen af notatet har to professorer samt Dansk Industri og Finansrådet kritiseret Finanstilsynets fortolkning af reglerne.

Dette notat indeholder en kort redegørelse for baggrunden for Finanstilsynets notat, fortolkningen af pligten til at offentliggøre intern viden, andre landes gennemførelse af EU-reglerne, en sag fra Holland, samt de praktiske konsekvenser af gennemførelsen af EU-reglerne.

**Baggrunden for Finanstilsynets notat om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden**

Fondsrådet har behandlet en principiel sag om et børsnoteret selskabs pligt til at offentliggøre intern viden til markedet og har i den forbindelse fortolket reglerne efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet og Kommissionens gennemførelsesdirektiv i dansk ret.

Fondsrådet har kompetence til at træffe afgørelse i sager af principiel karakter. Det er således Fondsrådet, der på administrativt plan fastlægger praksis på børsområdet, herunder vedrørende børsnoterede virksomheders pligt til at offentliggøre intern viden.

Fondsrådet er sammensat af medlemmer med bl.a. økonomisk og juridisk sagkundskab samt repræsentanter for bl.a. Dansk Industri og Finansrådet.

Fondsrådet og Finanstilsynet kan på grund af tavshedspligten ikke kommentere konkrete sager, ligesom kun sager, hvor sagens parter i tilstrækkelig grad kan anonymiseres, kan offentliggøres.

Finanstilsynet har fundet det nødvendigt at udarbejde et notat om udstederes, herunder børsnoterede selskabers, pligt til at offentliggøre intern

viden, således at virksomhederne er bekendt med den fortolkning af lovgivningen, som ligger til grund for Fondsrådets afgørelse. Notatet er således udarbejdet for at give virksomhederne information om retstilstanden efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet i dansk ret. Finanstilsynets notat indeholder den samme fortolkning, som Fondsrådet lagde til grund ved behandling af den pågældende sag.

### **Baggrunden for Fondsrådets fortolkning af udsteders pligt til at offentliggøre intern viden**

Baggrunden for Fondsrådets behandling af den pågældende sag har været Finanstilsynets gennemgang af den nuværende lovgivning og forarbejder, den foreliggende litteratur, de bagvedliggende direktiver og deres forhistorie samt fortolkningsbidrag fra CESR, Den Europæiske Komite for Værdipapirtilsyn.

I den forbindelse har det været væsentligt at fortolke reglerne i overensstemmelse med deres ordlyd, konteksten, som de indgår i, direktivernes formål og de fortolkningsbidrag, der findes i CESR's tekniske rådgivning.

For så vidt angår den nærmere juridiske vurdering henvises i øvrigt til Finanstilsynets notat, der vedlægges som bilag.

### **Fortolkningen af pligten til at offentliggøre intern viden til markedet**

#### Pligten til at offentliggøre intern viden

Intern viden er specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om selskabet eller værdipapirerne, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne. Hvorvidt der foreligger intern viden er en konkret vurdering. Ethvert trin i en proces, f.eks. i forbindelse med en fusion, kan i sig selv udgøre intern viden. Herunder kan oplysninger om igangværende forhandlinger, f.eks. om et overtagelsestilbud, udgøre intern viden, selv om det ikke er sikkert, at tilbuddet gennemføres.

Et selskab, der har aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller en autoriseret markedsplads, har pligt til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører selskabets virksomhed, til markedet.

Pligten til at offentliggøre den interne viden indtræder *umiddelbart*, når det forhold eller den begivenhed, der udgør intern viden, foreligger eller er indtrådt.

Et selskab kan under visse betingelser udsætte offentliggørelse af den interne viden for ikke at skade selskabets berettigede interesser. Det forudsætter bl.a., at den interne viden kan holdes fortrolig. Berettigede

interesser kan f.eks. være igangværende forhandlinger, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke forhandlingernes normale forløb.

Hvis intern viden, der ikke er offentliggjort, videregives til uvedkommende, skal selskabet straks offentliggøre den interne viden. Dette kan f.eks. være tilfældet, hvis oplysningerne lækkes til pressen.

#### Den EU-retlige baggrund for pligten til at offentliggøre intern viden til markedet

Reglerne om pligten til at offentliggøre intern viden er fastlagt i markeds-misbrugsdirektivet og i Kommissionens gennemførelsesdirektiv, der er udarbejdet med hjemmel i markeds-misbrugsdirektivet.

Det overordnede formål med direktiverne er at sikre finansmarkedernes integritet i EU og forbedre investorenes tillid til disse markeder. Insiderhandel og kursmanipulation hindrer fuld markedsgennemsigtighed, der er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle på finansmarkederne i EU.

Hurtig og korrekt offentliggørelse af viden fremmer tilliden, mens udstederens selektive udbredelse af oplysninger kan føre til, at investorerne mister tilliden til finansmarkederne.

Formålet med offentliggørelse af intern viden, der direkte vedrører udsteder, er at sikre et højt informationsniveau og en effektiv prisdannelse på de værdipapirer, der er optaget på et reguleret marked, f.eks. på en fondsbørs. Reglerne sikrer, at samtlige markedsdeltagere har lige adgang til hurtig og relevant information om udstederne og værdipapirerne.

Kommissionens gennemførelsesdirektiv er udarbejdet på baggrund af teknisk rådgivning udarbejdet af CESR.

#### Fortolkningen af pligten til at offentliggøre intern viden efter værdipapir-handelsloven

Udgangspunktet for fortolkningen af udstederes pligt til at offentliggøre intern viden er ordlyden af bestemmelserne om dette i værdipapirhandelsloven.

Reglerne om udstederes pligt til at offentliggøre intern viden skal forstås i overensstemmelse med markeds-misbrugsdirektivet og Kommissionens gennemførelsesdirektiv, da reglerne overvejende er en gennemførelse af direktivernes regler.

På denne baggrund er det Finanstilsynets forståelse, at pligten til at offentliggøre intern viden indtræder umiddelbart, når den interne viden foreligger.

Der er imidlertid uenighed om, hvornår pligten til at offentliggøre intern viden indtræder, og bemærkningerne til bestemmelsen kan give anledning til fortolkningstvív.

Det er således anført af blandt andet professor Jesper Lau Hansen, at pligten til at offentliggøre intern viden først indtræder, når det forhold eller den begivenhed, der udgør intern viden, er indtrådt eller besluttet.

Det er imidlertid Finanstilsynets vurdering, at det følger af bestemmelsernes ordlyd, konteksten som bestemmelserne indgår i, samt af de fortolkningsbidrag, der findes i CESR's tekniske rådgivning, at pligten til at offentliggøre intern viden indtræder på det tidspunkt, hvor det forhold eller den begivenhed, der udgør intern viden, foreligger.

En forståelse, hvor pligten til at offentliggøre intern viden indtræder på et senere tidspunkt, end hvor den interne viden opstår, er ikke i overensstemmelse med direktivernes hensigt om, at samtlige markedsdeltagere skal have lige adgang til hurtig og relevant information om selskaberne og værdipapirerne. En sådan forståelse vil også indskrænke indholdet af undtagelsen, der giver udsteder mulighed for at udsætte offentliggørelse af intern viden for ikke at skade selskabets berettigede interesser, og gøre eksemplet på berettigede interesser irrelevant. Eksemplet vedrører igangværende forhandlinger, hvor en offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald. Eksemplet fremgår af Kommissionens gennemførelsesdirektiv og er gentaget i den danske lov. Endelig er det Finanstilsynets vurdering, at andre landes gennemførelse af EU-reglerne heller ikke indeholder en forståelse, hvor intern viden skal offentliggøres på et senere tidspunkt, end hvor den interne viden opstår, medmindre udstederen kan udsætte offentliggørelsen.

Det er Finanstilsynets vurdering, at den rejste kritik blandt andet er en følge af, at det er kommet bag på nogle markedsdeltagere, at gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet har betydet en ændring i reglerne om pligten til at offentliggøre intern viden.

#### **Andre landes gennemførelse af EU-reglerne om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden**

I forbindelse med udarbejdelsen af notatet om pligten til at offentliggøre intern viden har Finanstilsynet undersøgt andre landes gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet og Kommissionens gennemførelsesdirektiv for så vidt angår reglerne om pligten til at offentliggøre intern viden.

På den baggrund er det Finanstilsynets vurdering, at både Norge, Storbritannien og Tyskland ved deres gennemførelse af reglerne om udsteders

pligt til at offentliggøre intern viden har anlagt samme forståelse af reglerne som Finanstilsynet.

Sverige har også gennemført reglerne om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden. Sverige har dog valgt at opretholde et krav om offentliggørelse af oplysninger, som det var gældende inden direktivernes gennemførelse. Kravet går efter Sveriges vurdering videre end markedsmisbrugsdirektivets krav. Det gør det, fordi de oplysninger, der skal offentliggøres efter svensk ret, ikke kun er intern viden, men også visse andre oplysninger, som er omfattet af et videre begreb.

Da Sverige har valgt at opretholde et andet oplysningskrav, er det ikke muligt at konkludere noget præcist om den svenske gennemførelse i forhold til fortolkningen i Finanstilsynets notat.

#### **En ny sag fra Holland**

Det fremgår af det hollandske finanstilsyns (AFM) vejledning om offentliggørelse af intern viden, at de hollandske regler om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden kommer fra reglerne i markedsmisbrugsdirektivet.

Det fremgår af vejledningen, at en udsteder har pligt til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører selskabets virksomhed.

For så vidt angår spørgsmålet om udsættelse af offentliggørelse fremgår det, at der kan opstå situationer, hvor en udsteder kan beslutte at udsætte offentliggørelsen af den interne viden. Det er selskabet selv, der træffer en beslutning om udsættelse, og som bærer det fulde ansvar for en udsættelse. Det er en betingelse, at selskabet skal have en berettiget interesse i udsættelsen, og at oplysningerne kan holdes fortrolige.

Den 14. maj 2007 offentliggjorde det hollandske finanstilsyn, i overensstemmelse hermed, en udtalelse vedrørende udsteders oplysningsforpligtelse i forbindelse med forhandlinger om tilbud på selskabet ABN-AMRO. Det hollandske tilsyn bekræftede forpligtelsen for de relevante parter til fuldstændigt, korrekt og rettidigt at offentliggøre intern viden. Der kan ikke ske udsættelse af offentliggørelse af intern viden, når oplysningerne er videregivet til uvedkommende. Når den interne viden ikke længere kan holdes fortrolig, skal selskabet straks offentliggøre den interne viden. Dette forhindrer bl.a. insiderhandel, informationsulighed og vildledning af offentligheden.

Det er Finanstilsynets vurdering, at det hollandske finanstilsyns vejledning og tilsynets udtalelse i forbindelse med budprocessen på ABN-AMRO er i overensstemmelse med Finanstilsynets forståelse af udsteders

pligt til at offentliggøre intern viden efter gennemførelse af markeds-  
misbrugsdirektivet i dansk ret.

### **De praktiske konsekvenser af gennemførelsen af EU-reglerne om markedsmisbrug**

Efter gennemførelsen af EU-reglerne om markedsmisbrug er det afgøren-  
de for udsteders oplysningsforpligtelser, om en oplysning er intern vi-  
den. Det er en konkret vurdering, hvorvidt en oplysning er intern viden.  
Selskabet kan ved vurderingen lade sig vejlede af de faktorer og forhold,  
som er anført af CESR i deres tekniske rådgivning.

Gennemførelsen af EU-reglerne betyder, at en udsteder hurtigst muligt og  
umiddelbart skal offentliggøre intern viden, der direkte vedrører selska-  
bets virksomhed.

Det kan i nogle tilfælde betyde, at en udsteder er nødt til at offentliggøre  
intern viden på et tidligere tidspunkt end udstederen skulle før markeds-  
misbrugsdirektivets gennemførelse, medmindre selskabet er berettiget til  
at udsætte offentliggørelsen.

Tidligere indeholdt værdipapirhandelsloven alene en generel fastlæggelse  
af den særlige oplysningsforpligtelse for udstedere. Den generelle oplys-  
ningsforpligtelse kunne suppleres af mere specifikke regler fastsat af de  
enkelte markedspladser.

Med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet og Kommissionens  
gennemførelsesdirektiv indeholder værdipapirhandelsloven nu specifikke  
regler om udsteders oplysningsforpligtelser. Det betyder, at udstedere er  
underlagt de samme oplysningsforpligtelser, uanset om værdipapirerne er  
optaget på f.eks. Københavns Fondsbørs eller Dansk Autoriseret Mar-  
kedsplads.

Det betyder også, at udstedere skal offentliggøre intern viden, der direkte  
vedrører selskabets virksomhed, når den interne viden opstår, medmindre  
udstederen er berettiget til at udsætte offentliggørelsen. Udsættelse af of-  
fentliggørelse af intern viden sker på selskabets ansvar.

Hvis en udsteder har udsat offentliggørelse af intern viden, og den interne  
viden eller dele heraf videregives til uvedkommende, f.eks. lækker til  
pressen, skal selskabet straks offentliggøre den interne viden. Det er dog  
vigtigt at understrege, at en udsteder ikke har pligt til at kommentere løse  
rygter i f.eks. pressen.