

NOTAT

8. januar 2008

Finanstilsynets redegørelse vedrørende pressens omtale af TDC-sagen

1. Indledning

Økonomi- og erhvervsministeren har på baggrund af omtale i pressen anmodet Finanstilsynet om en redegørelse vedrørende Nordic Telephone Company ApS' overtagelse af TDC A/S (TDC-sagen).

Omtalen i pressen har bl.a. fokuseret på Finanstilsynets tavshedspligt, Finanstilsynet og OMX Den Nordiske Børs København A/S' håndtering af TDC-sagen, Finanstilsynets fortolkning af reglerne om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden og Finanstilsynets redegørelse som økonomi- og erhvervsministeren har oversendt til Folketingets Erhvervsudvalg.

For en nærmere gennemgang af Nordic Telephone Company ApS' overtagelse af TDC A/S skal Finanstilsynet henvise til bilag 1 i TDC A/S' fondsbørsmeddelelse af 2. december 2005, hvori bestyrelsen i TDC A/S redegjorde for processen op til det fremsatte købstilbud. Af fondsbørsmeddelelsen, der vedlægges som bilag 1 fremgår, at

- sagen blev omtalt i pressen i august 2005, og at TDC A/S i en pressemeddelelse den 17. august 2005 bekræftede, at TDC A/S' bestyrelse med mellemrum modtog interessetilkendegivelser med forespørgsel om bestyrelsens indstilling til et eventuelt offentligt købstilbud,
- TDC A/S i en fondsbørsmeddelelse af 6. oktober 2005 bekræftede at have modtaget ikke-bindende interessetilkendegivelser på en overtagelse af TDC A/S,
- TDC A/S den 16. november 2005 modtog et nyt ikke-bindende købstilbud,
- TDC A/S' bestyrelse den 24. november 2005 meddelte sin godkendelse til, at formanden og næstformanden kunne indlede forhandlinger om vilkårene for en eventuel transaktion, samt

- der den 30. november 2005 mellem parterne i handlen blev indgået en aftale om offentliggørelse, herunder at TDC A/S vil anbefale købstilbudet.

Nordic Telephone Company ApS meddelte i en pressemeddelelse den 25. januar 2006 at købstilbuddet vedrørende alle TDC-aktier og TDC-ADS'er gennemføres, og at det endelige resultat viser, at NTC ejer eller har modtaget accepter for 88,2 % af aktiekapitalen i TDC A/S.

I perioden fra den 17. august til den 30. november 2005 var der ved flere lejligheder fremkommet detaljerede oplysninger om købsinteresse i nyhedsmediernes, herunder specifikke oplysninger om beløbsstørrelser på købstilbud. I samme periode steg kursen på TDC A/S-aktier på Københavns Fondsbørs betydeligt. For eksempel steg aktiekursen i løbet af den 17. august 2005 fra 275 kr. til 316,50 kr., og ved offentliggørelsen den 30. november 2005 var tilbudsprisen 382 kr. pr. aktie.

Tilsynet med udsteders overholdelse af visse bestemmelser efter lov om værdipapirhandel m.v., herunder udsteders pligt til at offentliggøre intern viden, og dermed kontakten til virksomhederne var på tidspunktet for salget af TDC A/S delegeret fra Finanstilsynet til OMX Den Nordiske Børs København A/S.

Finanstilsynet havde i konkrete sager mulighed for at foretage call-in og selv behandle sagen. Finanstilsynet og OMX Den Nordiske Børs København A/S var i kontakt undervejs i hele forløbet, uden at dette gav anledning til at fravige den normale procedure.

På grund af reglerne om tavshedspligt, som Finanstilsynet og Fondsrådet er underlagt, er det ikke muligt at gå dybere ind i sagen, idet en del af omtalen i pressen dog er adresseret nedenfor.

2. Tilsynsreglerne på børsområdet mv.

En af Finanstilsynets væsentligste opgaver er at føre tilsyn med finansielle virksomheder og værdipapirmarkedet i forhold til blandt andet reglerne i lov om finansiell virksomhed og værdipapirhandelsloven. I forbindelse med opgaverne på værdipapirmarkedet bistår Finanstilsynet af Fondsrådet, der blandt andet træffer afgørelse i sager af principiel karakter eller vidtgående betydning for aktørerne på værdipapirmarkedet.

Som led i tilsynsvirksomheden har Finanstilsynet hjemmel til, på en nærmere angivet række områder, at delegere sine beføjelser i henhold til loven til en operatør af et reguleret marked og en alternativ markedsplads, jf. lov om værdipapirhandel m.v. § 83 a, stk. 1.

I henhold til § 84 i lov om værdipapirhandel m.v. er Fondsrådet sammensat af medlemmer med blandt andet økonomisk og juridisk sagkundskab. Fondsrådet er sammensat af 7 repræsentanter, der er uafhængige af den

finansielle sektor og 7 repræsentanter, der repræsenterer erhvervmæssige interesser på værdipapirmarkedet. Den nærmere sammensætning af indstillingsberettigede fremgår af bilag 2.

Det bemærkes, at det af lovbemærkningerne til § 84, stk. 1, fremgår, at der ved fastsættelsen af størrelsen og sammensætningen af rådet er lagt vægt på, at rådet sikres en balance i de interesser, der repræsenteres i rådet, samt at rådet besidder den tilstrækkelige sagkundskab inden for de områder, som rådet dækker fagligt. Endvidere er der lagt vægt på, at rådets sammensætning afspejler såvel branchekendskab som kendskab til brugerinteresser.

Fondsrådet træffer afgørelser i en lang række forskelligartede sager, herunder

- afgørelser om overtrædelse af loven og eventuelt heraf følgende udstedte påbud om lovliggørelse samt beslutninger om sanktioner i form af påtaler eller anmodning om politimæssig efterforskning, for eksempel i sager om kursmanipulation og insidersager,
- afgørelser i sager om dispensation, for eksempel i forbindelse med overtagelsestilbud,
- fortolkningsspørgsmål,
- afgørelser i forbindelse med virksomhedstilsyn af regulerede markeder, for eksempel OMX Den Nordiske Børs København A/S, samt
- overholdelse af reglerne for finansiel information i årsrapporter og delårsrapporter.

Ved vurderingen af de forvaltningsretlige principper for Fondsrådet er det vigtigt at have disse forskellige sagstyper for øje.

Fondsrådets kompetence reguleres i afsnit 5 i lov om værdipapirhandel m.v. og i bekendtgørelse om forretningsorden for Fondsrådet. Fondsrådets kompetence kan deles op i to hovedområder – børstilsynet og regnskabskontrollen.

I forbindelse med børstilsynet arbejder Finanstilsynet og Fondsrådet som én myndighed, hvor Fondsrådet træffer afgørelser i sager af principiel karakter og i sager, der har videregående betydelige følger for aktørerne på værdipapirmarkedet. Fondsrådet rådgiver derudover Finanstilsynet i forbindelse med dets udstedelse af regler og i forbindelse med principielle sager om god værdipapirhandelsskik og sager om god værdipapirhandelskik, der har videregående betydelige følger for værdipapirmarkedet. Endeligt bistår Fondsrådet Finanstilsynet med dets informationsvirksomhed.

Ved regnskabskontrollen fører Fondsrådet kontrol med at de virksomheder, hvis værdipapirer noteres eller handles på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads, overholder de gældende regnskabsregler i

deres års- og delårsrapporter. I forbindelse med regnskabskontrollen optræder Fondsrådet som en selvstændig myndighed, mens Finanstilsynet og Erhvervs- og Selskabsstyrelsen i fællesskab fungerer som sekretariat.

Hvis Finanstilsynet eller Fondsrådet ved en afgørelse finder, at der er sket en overtrædelse af værdipapirhandelsloven, kan de give en påtale herfor eller et påbud om lovliggørelse af et bestemt forhold. Da overtrædelser af loven, for eksempel kursmanipulation og insiderhandel, er strafbelagte, jf. lov om værdipapirhandel m.v. § 94, stk. 1, vil der i praksis oftest ske politianmeldelse. Dette skyldes, at kompetencen til at fremlægge bødeforlæg som sanktionsmulighed eller rejse sag ved domstolene af retssikkerhedsmæssige grunde ligger hos politiet og anklagemyndigheden.

Finanstilsynets og Fondsrådets afgørelser på såvel regnskabskontrollens som børstilsynets område er endelige i den forstand, at de ikke kan indbringes for økonomi- og erhvervsministeren. Derimod kan Finanstilsynets og Fondsrådets afgørelser indbringes for Erhvervsankenævnet. En virksomhed eller en anden relevant part i sagen vil herudover altid have mulighed for at anlægge et civilt søgsmål ved de danske domstole i overensstemmelse med de civilprocesretlige regler herom.

3. Finanstilsynets og Fondsrådets tavshedspligt

Finanstilsynet er underlagt en særlig lovbestemt tavshedspligt, hvilket blandt andet indebærer, at Finanstilsynet kun undtagelsesvist kan give oplysninger om og kommentere konkrete sager. Tavshedspligten gælder også Fondsrådet og økonomi- og erhvervsministeren i forbindelse med informationer modtaget fra Finanstilsynet. I forhold til Finanstilsynets mulighed for at udtale sig i den omtalte TDC-sag er det nødvendigt at redegøre for reglerne om Finanstilsynets tavshedspligt og dermed om de betingelser, som Finanstilsynet ifølge loven er underlagt, både i det daglige tilsynsarbejde og i forhold til de oplysninger, som kan gives til Folketingets Erhvervsudvalg.

Gennem sin tilsynsvirksomhed får Finanstilsynet et indgående indblik både i de tilsynsbelagte virksomheders forretningsforhold samt i deres kunders forhold. Et sådant indblik og kendskab til forretningsmæssige forhold er nødvendig for, at tilsynet kan bedømme virksomhedernes risici og dermed sikkerheden for de tilsynsbelagte virksomheders kunder.

Finanstilsynets særlige tavshedspligt på værdipapirhandelsområdet er hjemlet i lov om værdipapirhandel m.v. § 84 a. Bestemmelsen stammer oprindeligt fra bank- og sparekasseloven, og indtil 1999 var tavshedspligtbestemmelsen i værdipapirhandelsloven alene en henvisning til reglen i bank- og sparekasseloven. Den nuværende tavshedspligtbestemmelse har baggrund i Jan Schans Christensens *Eneudredning om tavshedspligt og partsbegreb i den finansielle lovgivning* fra 1996. Bestemmelsen skal ses på baggrund af ovennævnte kendskab til såvel de tilsynsbelagte

virksomheder og deres kunder og er i hovedtræk begrundet i tre hovedformål.

For det første skal reglen beskytte de tilsynsbelagte virksomheders forretningsmæssige forhold, så oplysninger herom ikke kan misbruges i konkurrencemæssig sammenhæng. For det andet skal tavshedspligten sikre, at oplysninger om tilsynsbelagte virksomheders kunder ikke spredes i en større kreds. Endelig anses tavshedspligten for at have afgørende betydning for den tilsynsmæssige effektivitet, idet Finanstilsynet anses for at have nemmere ved at indsamle ønskede oplysninger, hvis de tilsynsbelagte virksomheder med rette kan have tillid til, at fortrolige oplysninger ikke videregives. Således bidrager tavshedspligten til en kommunikation og meningsudveksling mellem Finanstilsynet og de tilsynsbelagte virksomheder, som har betydning for tilsynets udøvelse af tilsynshvervet.

Samtidig kan en generel offentlighed være skadelig for en tilsynsbelagt virksomhed, især hvis oplysningerne kan skabe uro om virksomheden eller usikkerhed om hele den finansielle sektors stabilitet. Dette kan for eksempel være tilfældet, hvor oplysninger om et børsnoteret pengeinstitut i nød vil medføre "run" fra virksomhedens kunder, og dermed forværre situationen for pengeinstituttet.

Inden for børsområdet er de børsnoterede virksomheder som udgangspunkt selv forpligtet til at offentliggøre oplysninger om virksomheden, de børsnoterede værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen, hvis oplysningerne blev offentliggjort (intern viden). Imidlertid er Fondsrådets og Finanstilsynets sagsområde som nævnt meget varieret, og der vil derfor også være brug for en særlig tavshedspligt i visse sagstyper. Det gælder for eksempel sager om kursmanipulation og insidersager, hvor Fondsrådet tager stilling til, om en sag skal sendes til politiet. I visse af disse sager vil der være efterforskningsmæssige hensyn, som tilsiger, at sagerne ikke bringes til offentlighedens kundskab. Behovet for tavshedspligt viser sig også i visse sager, hvor virksomheder søger om forhåndsgodkendelser, herunder dispensationer. Offentliggørelse fra Fondsrådets side vil kunne skade en udsteder, herunder eventuelt helt tilsidesætte den mulighed for udsættelse af offentliggørelse af intern viden, som loven undertiden giver en udsteder, for eksempel i forbindelse med fusionsforhandlinger.

Det er som nævnt i hovedtræk den samme tavshedspligtbestemmelse, der er indeholdt i de respektive love om henholdsvis finansielle virksomheder og værdipapirhandelsområdet – uden at der på EU-niveau umiddelbart ses at være en så restriktiv regulering af tavshedspligten på værdipapirhandelsområdet, som hvad der gælder for for eksempel sager om kreditinstitutter og forsikringselskaber

Lov om værdipapirhandel m.v. § 84 a, stk. 1, fastslår, at tavshedspligten omfatter Finanstilsynets ansatte, personer der udfører serviceopgaver¹ som led i Finanstilsynets drift, og eksperter, der handler på Finanstilsynets eller Fondsrådets vegne. Pligten gælder også efter ansættelses- eller kontraktforholdets ophør.

Det følger af § 84 a, stk. 2, at tavshedspligten ikke kan ophæves ved samtykke fra den som tavshedspligten tilsigter at beskytte, mens stk. 3-6 indeholder en række konkrete undtagelser til, hvornår fortrolige oplysninger kan videregives. Stk. 7-11 indeholder hovedsageligt uddybende bestemmelser vedrørende tavshedspligten og undtagelserne hertil. Af stk. 7 fremgår for eksempel, at alle, som modtager fortrolige oplysninger fra Finanstilsynet, også omfattes af tavshedspligten. Dette gælder også når økonomi- og erhvervsministeren modtager fortrolige oplysninger.

Forholdet mellem økonomi- og erhvervsministeren og Finanstilsynet fremgår af nedenstående uddrag fra lovbemærkninger².

Der eksisterer således i dag en faktisk uafhængighed af det politiske system for så vidt angår tilsynsvirksomheden. Med lovforslaget formaliseres denne uafhængighed, idet det fastslås, at det er Finanstilsynets direktion, som er ansvarlig for tilrettelæggelsen af tilsynsvirksomheden. Herefter vil ministeren som hidtil have instruktionsbeføjelse over for Finanstilsynet, når det drejer sig om andet end tilsynsvirksomhed, nemlig primært reguleringsvirksomhed, krisehåndtering og konkret afgørelse af god skik sager.

Ministeren og Rigsrevisionen vil fortsat have fuld adgang til alle oplysninger om tilsynsvirksomheden i Finanstilsynet. Ministeren vil fortsat kunne bede om alle oplysninger i en konkret sag eller vedrørende et bestemt område. Der sker således ingen ændring i reglerne om, hvem Finanstilsynet kan videregive oplysninger til. Finanstilsynet vil også fortsat skulle orientere ministeriet om alle sager af større samfundsmæssig eller politisk betydning. Oplysninger om Finanstilsynets tilsynsvirksomhed vil som hidtil være underlagt tavshedspligt for modtagerne.

Folketinget vil – ligesom i dag – ikke have adgang til oplysninger omfattet af Finanstilsynets tavshedspligt. Systemet i lovgivningen i dag er – og vil fortsat være – således, at det er Rigsrevisionen, der i stedet kan få indsigten.

¹ F.eks. rengøring, vagttjeneste, reparation og vedligeholdelse af elektronisk materiel og kantinedrift.

² Bemærkninger til lov til ændring af lov om finansiel virksomhed og forskellige andre love, nr. 576 af 06/06/06 som fremsat ved L 178 den 14. marts 2007.

Af lov om værdipapirhandel m.v. § 84, stk. 7, fremgår endvidere, at tavshedspligtbestemmelsen også finder anvendelse på medlemmer af og suppleanter til Fondsrådet³.

De omfattede personer er forpligtet til at hemmeligholde fortrolige oplysninger, som de får kendskab til gennem tilsynsvirksomheden. Af forarbejderne til tavshedspligtbestemmelserne fremgår, at der ved fortrolige oplysninger forstås oplysninger om en tilsynsbelagt virksomheds forretningsmæssige forhold og kunders forhold samt andre oplysninger, som efter deres karakter er fortrolige.⁴

Lov om værdipapirhandel m.v. § 84 c indeholder, som undtagelse fra den generelle tavshedspligt, en hjemmel for Finanstilsynet til – alene i en nærmere oplyst række sager⁵ - at offentliggøre en afgørelse med navns nævnelser, jf. nedenfor. Offentliggørelse kan dog ikke ske, hvis den vil medføre uforholdsmæssig stor skade for virksomheden eller den fysiske person, jf. lov om værdipapirhandel m.v. § 84 c, stk. 5. Bestemmelsen gælder ligeledes for Fondsrådets afgørelser på værdipapirhandelsområdet.

Bestemmelsen blev indført i dansk lov som en del af gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet (pr. 1. april 2005) og gennemsigtighedsdirektivet (pr. 1. juli 2007). Af bemærkningerne til lovforslagene fremgår, at adgangen til offentliggørelse er begrænset mest muligt inden for direktivernes krav.

³ Dette gælder dog ikke ved sager om udstedelse af regler om god værdipapirhandelskik.

⁴ Bemærkningerne til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvaskning af penge og finansiering af terrorisme, lov om mærkning og skiltning med pris m.v. med flere love, nr. 1383 af 20/12/2004 som fremsat ved L64 den 27. oktober 2004.

⁵ Lov om værdipapirhandel m.v. § 84 c, stk. 2, omfatter sager om reglerne om offentliggørelse af intern viden, reglerne om offentliggørelse af års- og halvårsrapporter, reglerne om offentliggørelse af periodemeddelelser, reglerne om meddelelse af besiddelse af egne aktier, reglerne om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af ledende medarbejders transaktioner, reglerne om udarbejdelse og udbredelse af anbefalinger vedrørende værdipapirer, reglerne om meddelelse af større besiddelse af aktier, regler om udsteders oplysningsforpligtelser og ligebehandling af og kommunikation med aktionærer og indehavere af obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter udstedt i medfør af forbuddene mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation, bestemmelserne om udstedelse af interne regler, reglerne om udarbejdelse af insiderlister og reglerne om underretning om mistænkelige transaktioner. Derimod omfatter stk. 2 for eksempel ikke reglerne om overtagelsestilbud, offentlige udbud og prospekter.

Bestemmelsens stk. 1 fastslår, at der i den liste af sager, som er opregnet i stk. 2, kan ske offentliggørelse af navnet på en virksomhed eller fysisk person i en afgørelse, hvor der er meddelt en påtale i forbindelse med Finanstilsynets tilsyn med overholdelse af loven, jf. § 83, stk. 1. Offentliggørelse kan ligeledes ske, hvis den pågældende virksomhed eller person i en sådan sag ikke har overtrådt loven. Offentliggørelse kan ske, når det skønnes at være af interesse for investorerne at kende navnet på virksomheden eller den fysiske person.

I lovbemærkningerne til bestemmelsen er anført følgende:

"Forlaget medfører ikke automatisk offentliggørelse af alle afgørelser på de pågældende områder. Offentliggørelse kan ske, når Finanstilsynet skønner, at en offentliggørelse er hensigtsmæssig, fordi det er i investorernes interesse at kende til, at der er sket en overtrædelse af loven.

Finanstilsynet vil fortsat have mulighed for at offentliggøre afgørelser i anonymiseret form. Hvorvidt offentliggørelsen skal ske med navns nævnelse eller anonymt, vil bero på en konkret vurdering af den enkelte sag. I vurderingen skal indgå, om der er tale om grove eller gentagne overtrædelser af reglerne. Afgørende for, om offentliggørelsen skal ske med eller uden virksomhedens navn, vil være, hvordan formålet med offentliggørelsen bedst opnås. For eksempel vil en offentliggørelse, der har til formål at gøre opmærksom på en ny praksis fra tilsynets side, kunne ske anonymt. Omvendt bør en offentliggørelse, der har til formål at orientere investorerne om en manglende offentliggørelse af oplysninger hos en virksomhed som udgangspunkt ske med navns nævnelse. Dette vil f.eks. være tilfældet i sager, hvor en virksomhed i forbindelse med udbredelsen af en investeringsanbefaling til offentligheden har undladt at foretage en redelig fremlæggelse eller at oplyse om virksomhedens interesser i forhold til det analyserede værdipapir[...]"

Af lovbemærkningerne til bestemmelsen fremgår endvidere, hvad der må indgå i vurderingen af, om der skal ske offentliggørelse:

"Ved vurderingen af, om der skal ske offentliggørelse, må det derfor tages i betragtning, i hvilken grad investorerne kan antages at have interesse i at få information om den skete overtrædelse. Derudover skal der efter bestemmelsen lægges vægt på, hvilken grad af skade offentliggørelsen må antages at ville forvolde virksomheden. Hensynet til virksomheden vil veje særligt tungt, hvis overtrædelsen må antages at skyldes en enkeltstående menneskelig fejl, og overtrædelsen ikke er begrundet i mangler i virksomhedens interne organisation eller styring."

Det er i forlængelse heraf også relevant at tage i betragtning, om den pågældende virksomhed har handlet på baggrund af en forvaltningsretlig afgørelse.

I forhold til tidspunktet for en offentliggørelse med navns nævnelse fastslår lov om værdipapirhandel m.v. § 84 c, stk. 3, at der tidligst kan ske offentliggørelse to uger efter afgørelsen. I den mellemliggende periode kan virksomheden eller personen indbringe sagen for Erhvervsankenævnet. Hvis Erhvervsankenævnet tillægger klagen opsættende virkning, kan der ikke ske offentliggørelse. Denne frist ændrer ikke på den normale klagefrist til Erhvervsankenævnet på fire uger. Virksomheden eller personen kan derfor fortsat klage inden for de sidste to uger af klagefristen, men den pågældende vil ikke kunne hindre offentliggørelse på det tidspunkt.

I lov om værdipapirhandel m.v. § 84 c, stk. 6 og 7, findes endvidere en generel adgang til at foretage offentliggørelse uafhængigt af stk. 1-5. Efter stk. 6 kan Finanstilsynet offentliggøre et påbud om lovliggørelse af forhold i strid med loven⁶. Endelig kan Finanstilsynet efter stk.

7 offentliggøre oplysninger, som en udsteder af værdipapirer er blevet påbudt at offentliggøre, men hvilket påbud vedkommende har undladt at efterkomme. I disse tilfælde sker offentliggørelse straks.

På grund af disse begrænsende betingelser har offentliggørelse af en afgørelse med navn kun været brugt én gang i forbindelse med en advarsel mod et selskabs offentliggørelse af et prospekt, der ikke var godkendt af Finanstilsynet. Offentliggørelsen skete i medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 84 c, stk. 6.

I Fondsrådets årsberetning for 2003 redegjordes for rådets praksis med hensyn til offentliggørelse af principielle afgørelser i anonymiseret form, når anonymiseringen ikke giver en reel beskyttelse mod genkendelse:

»I mange tilfælde er det imidlertid ikke muligt at anonymisere en afgørelse. Dette kan f.eks. være tilfældet, når det for at beskrive sagen fyldestgørende er nødvendigt at komme med så mange oplysninger, at den pågældende virksomhed med forholdsvis stor sikkerhed kan identificeres. Fondsrådet vurderer således, at det ikke giver mening at offentliggøre en afgørelse, hvis det ikke er muligt at beskrive sagen fyldestgørende.«

4. Finanstilsynet og OMX Den Nordiske Børs København A/S' behandling af TDC-sagen

⁶ Stk. 6 blev alene flyttet ved gennemførelsen af gennemsigtighedsdirektivet og er således ikke nyt. Bestemmelsen fandtes inden denne lovændring i lov om værdipapirhandel m.v. § 93, stk. 2, 3. pkt.

I medfør af lov om værdipapirhandel m.v. § 83 a, stk. 1, har Finanstilsynet som nævnt hjemmel til, på en nærmere angivet række områder, at delegerer sine beføjelser i henhold til loven til en operatør af et reguleret marked og en alternativ markedsplads. En sådan delegationsaftale om tilsynet med udsteders overholdelse af oplysningsforpligtelserne efter værdipapirhandelsloven, herunder udsteders pligt til at offentliggøre intern viden, var på tidspunktet for salget af TDC A/S indgået med OMX Den Nordiske Børs København A/S. Forud for delegationsaftalen havde OMX Den Nordiske Børs København A/S (daværende Københavns Fondsbørs A/S) en egentlig offentligretlig kompetence på børsområdet; som blev ophævet ved en ændring af VPHL i 2002.

Det fremgår af de almindelige bemærkninger til lovforslaget⁷:

"På de områder, hvor Fondsrådet udøver markedstilsyn, men hvor der i den gældende lov også har været tillagt markedsvirksomhederne kompetence til at udøve et tilsyn med ustederne samt til at påse overholdelsen af visse bestemmelser i loven, foreslås det at tillægge Fondsrådet hele kompetencen til at udøve tilsynet. Den foreslåede ændring skal ses som en konsekvens af, at udviklingen peger på en større privatisering af markedsvirksomhederne, hvorfor der bør ske en ændring i kompetenceudøvelsen for at sikre, at de offentligretlige interesser, der til en vis grad har været varetaget af markedsvirksomhederne, fortsat varetages. Det foreslås derfor at flytte kompetencen på de offentligretlige områder, der hidtil har været varetaget af fondsbørser og autoriserede markedspladser, fra disse virksomheder til Fondsrådet. Det forventes dog, at Fondsrådet uddelegerer en række opgaver, således at der i relation til den praktiske udførelse af opgaverne ikke vil være nævneværdig forskel i forhold til, hvordan det er sket hidtil."

Delegationen indebar, at OMX Den Nordiske Børs København A/S med bindende virkning kunne handle på Finanstilsynets vegne inden for delegationsaftalen. Afgørelser truffet af OMX Den Nordiske Børs København A/S kunne ligesom Fondsrådets afgørelser påklages til Erhvervsankenævnet. Delegationsaftalen ændrede ikke på, at OMX Den Nordiske Børs København A/S var forpligtet til efter lov om værdipapirhandel m.v. § 11 at indberette overtrædelser og formodning om overtrædelser af lovgivningen til Finanstilsynet.

⁷ Bemærkninger til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om banker og sparekasser m.v., lov om fondsmæglerselskaber, lov om forsikringsvirksomhed, lov om realkredit, lov om forsikringsformidling med flere finansielle love, lov om et skibsfinansieringsinstitut samt lov om markedsføring, nr. 428 af 06/06/2002 som fremsat ved L173 fremsat den 21. marts 2002

Delegationsaftalen betød, at OMX Den Nordiske Børs København A/S skulle føre den daglige kontrol med, at reglerne om udstedernes oplysningsforpligtelser blev overholdt. Ifølge delegationsaftalen var OMX Den Nordiske Børs København A/S forpligtet til at sende principielle sager til Finanstilsynet, inden der blev truffet afgørelse. Finanstilsynet havde i konkrete sager mulighed for at foretage call-in og selv behandle sagen. Aftalen om call-in var tiltænkt at skulle anvendes i sager, hvor der var risiko for inhabilitet hos OMX Den Nordiske Børs København A/S. Finanstilsynet havde regelmæssig kontakt til OMX Den Nordiske Børs København A/S for at overvåge forvaltningen af de delegerede beføjelser.

I efteråret 2005 var TDC A/S målt på markedsværdi blandt de største virksomheder noteret på OMX Den Nordiske Børs København A/S. Finanstilsynet fører et risikobaseret tilsyn, hvor det i en sag af TDC-sagens størrelse og karakter er naturligt at overveje om de relevante bestemmelser i lovgivningen – herunder regler om overtagelsestilbud, oplysningsforpligtelser, videregivelse eller misbrug af intern viden – er overholdt. Finanstilsynet fulgte derfor TDC-sagen og de mange rygter, der på den tid blev omtalt i pressen. Finanstilsynet og OMX Den Nordiske Børs København A/S var i kontakt undervejs i hele forløbet, uden at det gav anledning til at fravige den normale procedure.

Efterfølgende har Finanstilsynet desuden anmodet OMX Den Nordiske Børs København A/S om en redegørelse om sagsforløbet, og på baggrund af denne har tilsynet, efter at have indhentet supplerende oplysninger fra andre parter, forelagt sagen for Fondsrådet.

Finanstilsynet kan i øvrigt oplyse, at Finanstilsynet med virkning fra den 1. september 2006 har tilbagekaldt OMX Den Nordiske Børs København A/S' delegation til at godkende prospekter og behandle sager om overtagelsestilbud. Med virkning fra den 1. november 2007 tilbagekaldte Finanstilsynet ligeledes OMX Den Nordiske Børs København A/S' delegation til at træffe afgørelser på Finanstilsynets vegne i sager om børsnoterede virksomheders oplysningspligt. I dag varetager Finanstilsynet selv behandlingen af denne type sager over for udstederne. I nogle sager sker behandlingen i samarbejde med Fondsrådet, jf. gennemgangen af Fondsrådets kompetence ovenfor. Delegationen til OMX Den Nordiske Børs København A/S omfatter nu alene officiel notering af aktier, obligationer og aktiecertifikater.

5. Finanstilsynets fortolkning af reglerne om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden og redegørelse herom

Den 20. april 2007 offentliggjorde Finanstilsynet et notat om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden. Notatet vedlægges som bilag til denne redegørelse (bilag 3). Baggrunden for notatet var, at Finanstilsynet havde fundet det nødvendigt at oplyse markedet om de retningslinjer, der var indeholdt i en principiel ikke-offentliggjort Fondsrådafgørelse.

Hovedproblemet kan kort skitseres ved spørgsmålet om, hvorvidt et børsnoteret selskab som udgangspunkt (der er visse udsættelsesmuligheder) er forpligtet til at offentliggøre intern viden, når den foreligger, eller om virksomheden kan afvente, indtil en mere endelig afklaring af for eksempel forhandlinger er opnået. Endvidere blev det omtalt, at hvis intern viden var kommet til markedets kundskab, kunne selskabet ikke længere udsætte offentliggørelsen heraf.

De nuværende regler stammer fra EU-direktiver. De blev gennemført i dansk lov ved en lovændring af lov om værdipapirhandel m.v. i 2004, der trådte i kraft den 1. april 2005. På tidspunktet for den pågældende sag fandtes der ikke en fast praksis for, hvordan reglerne skulle fortolkes.

Finanstilsynets særlige tavshedspligt gælder også i forhold til Folketingets Erhvervsudvalg. Dette betød, at Finanstilsynets fremsendte redegørelse af 8. juni 2007 til Erhvervsudvalget indeholdt en generel beskrivelse af Finanstilsynets fortolkning af pligten til at offentliggøre intern viden, andre landes gennemførelse af EU-reglerne på området, samt de praktiske konsekvenser af gennemførelsen af EU-reglerne.

Lovgivningens bestemmelser om intern viden og offentliggørelse heraf i lov om værdipapirhandel m.v. §§ 27 og 34 ligger tæt op af to direktiver (markedsmisbrugsdirektivet og kommissionens gennemførelsesdirektiv⁸) og indebærer, at der som udgangspunkt skal ske offentliggørelse, når den interne viden opstår.

I forbindelse med Fondsrådets afgørelse foretog Finanstilsynet en undersøgelse af retstilstanden i en række lande, som Danmark normalt sammenligner sig med. Finanstilsynet indhentede således oplysninger fra blandt andet Norge, Storbritannien og Tyskland, der alle pegede på, at de ved deres gennemførelse af reglerne om udsteders pligt til at offentliggøre intern viden havde anlagt samme forståelse af reglerne som Finanstilsynet. Oplysninger fra Sverige viste, at Sverige havde valgt at opretholde et krav om offentliggørelse af oplysninger, som det var gældende inden direktivernes gennemførelse. Kravet går efter Sveriges vurdering videre end markedsmisbrugsdirektivet.

Finanstilsynet foretog ikke ved Fondsrådets behandling af den ovenfor nævnte sag en undersøgelse af samtlige EU-landes gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet og Kommissionens gennemførelsesdirektiv. Finland var ikke blandt de lande, som Finanstilsynet undersøgte. I forhold til Finanstilsynets notat af 20. april 2007 inddrog Finanstilsynet i redegørelsen til Erhvervsudvalget en sag fra Holland til praktisk illustration af et

⁸ Kommissionens direktiv 2003/124/EF om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation

konkret tilfælde, som blev omtalt i den internationale finanspresse, hvor tilsynet i Holland anlagde den samme fortolkning af reglerne som Finanstilsynet. Finanstilsynet blev opmærksom på den hollandske sag efter udstedelsen af retningslinierne men inden redegørelsen til Erhvervsudvalget. Det hollandske finanstilsyn offentliggjorde et resumé af afgørelsen ved en pressemeddelelse af 14. maj 2007.

I forbindelse med en senere EU-høring⁹ er der blevet rejst kritik af de pågældende EU-direktiver. Kritikken omhandler blandt andet det forhold, at direktiverne alene arbejder med én definition af intern viden, som både anvendes i sager om ulovlig insiderhandel og sager om udsteders oplysningsforpligtelser. EU-høringen pegede også på, at der er behov for en nærmere afgrænsning af kravet om, at offentligheden ikke må vildledes ved en beslutning om at udskyde offentliggørelsen af intern viden. Det er på den baggrund blevet besluttet at starte et udvalgsarbejde i EU-regi, der skal se nærmere på de uhensigtsmæssige elementer i direktiverne, der vedrører intern viden og offentliggørelsen heraf. Dette udvalgsarbejde vil kunne medføre en ændring af EU-reglerne, der i sidste ende kan medføre en ændring af de danske regler.

Der henvises i øvrigt til vedlagte redegørelse af 8. juni 2007 fra Finanstilsynets (bilag 4), som økonomi- og erhvervsministeren fremsendte til Folketingets Erhvervsudvalg den 14. juni 2007, efter der havde været kritik i pressen af Finanstilsynets fortolkning af reglerne. I den forbindelse blev det oplyst, at fortolkningsnotatet blev udarbejdet på baggrund af en konkret sag fra Fondsrådet.

⁹ European Securities Markets Expert Group (ESME) rapport af 6. juli 2007, *Report on the Market Abuse EU legal framework*