



Afgørelser og Udtalelser

2002

02

Forord

Traditionen tro udgiver Københavns Fondsbørs en samling af de afgørelser og udtalelser for det forløbne år, som Fondsbørsen har fundet af betydning for forståelsen af den børsretlige regulering i forbindelse med børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, overtagelsestilbud på børsnoterede selskaber og værdipapirers optagelse til notering.

Formålet hermed er at give en bedre forståelse af, hvorledes Fondsbørsen i praksis fortolker og administrerer den børsretlige regulering. I de tilfælde, hvor Fondsbørsen har behandlet flere identiske sager, har vi som udgangspunkt alene medtaget en af disse. Hæftet indeholder således ikke en gengivelse af alle afgørelser og udtalelser fra Københavns Fondsbørs i det forløbne år. Alle refererede sager er anonymiserede.

Det kan i øvrigt oplyses, at Københavns Fondsbørs på hjemmesiden cse.dk ultimo hver måned offentliggør afgørelser og udtalelser i det omfang, der i løbet af den pågældende måned har været afgørelser eller udtalelser, der skønnes at have interesse.

Afgørelser og Udtalelser 2002 sendes automatisk til alle børsnoterede selskaber samt til øvrige abonnenter på Håndbog for udstedere på Københavns Fondsbørs. Hæftet kan i øvrigt rekvireres ved henvendelse til Københavns Fondsbørs, ligesom en elektronisk udgave af hæftet kan downloades fra Fondsbørsens hjemmeside.

Spørgsmål til børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, overtagelsestilbud på børsnoterede selskaber og værdipapirers optagelse til notering kan rettes til Udstederrelationer på telefon +45 3393 3366.

Januar 2003

Erik Bruun Hansen

1. Oplysningsforpligtelser	3
1.1. Videregivelse af kursrelevante informationer til enkelte markedsdeltagere – offentlig påtale	3
1.2. Videregivelse af kursrelevante informationer til pressen – offentlig påtale	4
1.3. Udtalelser til pressen	6
1.4. Manglende offentliggørelse af oplysninger i forbindelse med notering på anden børs – påtale	6
1.5. Udstedelse af tegningsretter og optioner – mangelfuld omtale – offentliggørelse af supplerende fondsbørsmeddelelse	8
1.6. Fondsbørsmeddelelse om konvertering af warrants til aktier	8
1.7. Årsrapport tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs – påtale	9
1.8. Nedjustering af forventninger – tidspunkt for offentliggørelse	9
1.9. Offentliggørelse af finanskalender	10
1.10. Årsregnskabsmeddelelse – mangelfuld angivelse af forventninger til fremtiden – manglende redegørelse for baggrund for ikke at offentliggøre kvartalsrapporter	11
1.11. Mangelfuld angivelse af forventninger til fremtiden – offentliggørelse af supplerende fondsbørsmeddelelse	11
1.12. For sen offentliggørelse af reviderede regnskabstal – offentlig påtale	12
1.13. Overskridelse af frist for offentliggørelse af årsrapport og afholdelse af ordinær generalforsamling – offentlig påtale	13
1.14. Anmodning om fristforlængelse for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse – afslag – påtale	14
1.15. Selskabers forhold til Corporate Governance – offentliggørelse via Københavns Fondsbørs	15
2. Overtagelsestilbud	17
2.1. Frivilligt købstilbud – ændrede vilkår	17
2.2. Købstilbud – aktionærer kan ikke bindes af afgivne accepter ud over tilbudsperioden	17
3. Optagelse til notering	19
3.1. Børsnotering – salgsmateriale udarbejdet i forbindelse med salg af struktureret obligation	19
3.2. Rettet emission over 10% – opfyldelse af Fondsbørsens prospektkrav	19

1. Oplysningsforpligtelser

1.1. Videregivelse af kursrelevante informationer til enkelte markedsdeltagere – offentlig påtale

Københavns Fondsbørs blev kontaktet af en række markedsdeltagere, der oplyste, at et børsnoteret selskab over for nogle analytikere havde indikeret, at de pågældende analytikeres estimater for selskabets forventninger til 2002 var for optimistiske. To dage herefter offentliggjorde selskabet sin årsregnskabsmeddelelse, som indeholdt oplysninger om selskabets forventninger til 2002.

Fondsbørsen anmodede selskabet om over for Fondsbørsen at redegøre nærmere for de kontakter, selskabet havde haft med analytikere. Det fremgik af selskabets redegørelse, at selskabet den pågældende dag havde modtaget et konsensusestimater på EBIT for 2002 baseret på et udsnit af analytikere, der fulgte selskabet. Konsensus havde stor spredning, og selskabet ønskede derfor at vide, hvem der afveg væsentligt herfra. Selskabet tog på den baggrund umiddelbart herefter kontakt til et antal analytikere.

Selskabet oplyste endvidere, at det ikke havde givet præcise oplysninger til analytikerne, men at niveauet for forecast for 2002 i forhold til konsensus (EBIT) blev diskuteret og kommenteret. Herudover oplyste selskabet, at det over for et antal analytikere havde givet udtryk for, at niveauet for konsensus (EBIT) var højt.

Fondsbørsen måtte på baggrund af oplysningerne fra markedsdeltagere og korrespondancen med selskabet lægge til grund, at der fra selskabets side var videregivet ikke tidligere offentliggjorte informationer om selskabets forventninger til regnskabsåret 2002 til enkelte analytikere.

Alle kursrelevante forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betyd-

ning for kursdannelsen på værdipapirerne, skal straks offentliggøres. Dette følger af værdipapirhandelslovens § 27 og af § 16 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Det følger af værdipapirhandelslovens § 36, at der ikke må ske uberettiget videregivelse af intern viden.

Der påhviler børsnoterede selskaber en pligt til at sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og selskaberne skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort, jævnfør § 4, stk. 1, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Af samme bestemmelses stk. 2 følger det endvidere, at oplysninger, som nævnt i stk. 1, ikke må gives i udtalelser, redegørelser og interviews m.v. i forbindelse med investormøder eller i medarbejderblade og lignende, uden at oplysninger senest samtidig meddeles Københavns Fondsbørs.

I tråd hermed skal alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt straks meddeles Københavns Fondsbørs, og offentliggørelse via Københavns Fondsbørs skal altid ske senest samtidig med anden offentliggørelse. I situationer hvor beslutning ikke er truffet, men hvor der foreligger risiko for, at oplysninger er kommet eller kommer til uvedkommendes kundskab, skal selskabet, hvis offentliggørelse ikke kan ske, straks tage kontakt til Fondsbørsen med henblik på at træffe fornødne foranstaltninger for at sikre, at ingen kan misbruge denne viden. Dette fremgår af § 11 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Hvad angår børsnoterede selskabers investeringsaktiviteter, skal selskaberne tilrettelægge disse aktiviteter med respekt af gældende oplysningsforpligtelser og princippet om ligebehandling af investorer og skal ved til-

rettelæggelsen og udøvelsen af disse aktiviteter opretholde en høj standard herfor. Særligt skal selskaberne være opmærksomme herpå i forbindelse med afholdelsen af investormøder og lignende i perioden op til offentliggørelse af regnskabsmeddelelser eller andre væsentlige meddelelser. Fondsbørsen anbefaler, at de noterede selskaber har en nedskreven politik for afholdelse af investorerrelationsaktiviteter, hvoraf det blandt andet bør fremgå, at der ikke afholdes investormøder og lignende i tiden op til offentliggørelse af regnskabsmeddelelser eller andre væsentlige meddelelser. Dette følger af § 5 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

De forventninger, et børsnoteret selskab har til fremtiden, er vigtige for markedets vurdering af det pågældende selskab. Oplysninger om et selskabs forventninger til fremtiden vil som udgangspunkt altid kunne antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer.

Det var Fondsbørsens opfattelse, at de oplysninger om niveauet for selskabets forventninger til regnskabsåret 2002, som konkret blev videregivet, var af kursrelevant karakter.

Fondsbørsen meddelte selskabet, at selskabets udtalelser til enkeltpersoner om niveauet for forventningerne til 2002 efter Fondsbørsens vurdering var et brud på den pligt, børsnoterede selskaber har til at sikre, at alle har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet; og et brud på reglen om, at alle kursrelevante oplysninger skal offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med anden offentliggørelse.

Københavns Fondsbørs påtalte overtrædelsen af de pågældende regler over for selskabet.

Påtalen blev offentliggjort.

Børsnoterede selskaber skal have interne

regler, der sikrer, at oplysningsforpligtelserne overholdes, og at intern viden ikke uberettiget videregives. Indholdet af selskabets interne forskrifter om, hvorledes det sikres, at oplysningsforpligtelserne overholdes, og at intern viden ikke uberettiget videregives, var i det store og hele en gengivelse af de bestemmelser, der er refereret oven for. Københavns Fondsbørs beklagede over for selskabet, at de interne regler ikke havde et så præcist og konkret indhold – eller at de i øvrigt ikke var blevet administreret på en sådan måde – at en situation som den foreliggende blev hindret.

1.2. Videregivelse af kursrelevante informationer til pressen – offentlig påtale

Et børsnoteret selskab fremsendte efter kl. 22.00 en fondsbørsmeddelelse omhandlende et udviklingsprojekt. Fondsbørsmeddelelsen blev i henhold til Københavns Fondsbørs' dagældende praksis videresendt fra Fondsbørsen den følgende morgen.

Indholdet af fondsbørsmeddelelsen var refereret i et dagblad samme morgen, som fondsbørsmeddelelsen blev videresendt fra Københavns Fondsbørs. Artiklen indeholdt et interview med selskabets udviklingsdirektør, ligesom selskabets administrerende direktør var citeret.

Københavns Fondsbørs anmodede selskabet om at redegøre for, hvorledes dagbladet kunne bringe oplysninger om indholdet af fondsbørsmeddelelsen i den pågældende avisudgave. Selskabet blev endvidere anmodet om at redegøre for, hvilke procedurer selskabet havde med henblik på at sikre, at Københavns Fondsbørs altid underrettes senest samtidig med anden offentliggørelse.

Det fremgik af selskabets svar til Fondsbørsen, at selskabet den pågældende aften omkring kl. 19.00 havde taget kontakt til to journalister; den ene fra det omtalte dagblad. Det blev aftalt, at de to journalister under

fortrolighedserklæring kunne modtage en arbejdskopi af selskabets fondsbørsmeddelelse. En af journalisterne tog herefter kontakt til – og gennemførte et interview med – selskabets udviklingsdirektør.

Fondsbørsen måtte på baggrund af oplysningerne fra medierne og korrespondancen med selskabet lægge til grund, at der fra selskabets side var videregivet informationer til de to journalister, forud for at oplysninger herom blev sendt til Københavns Fondsbørs.

Børsnoterede selskaber har en pligt til straks at offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne, hvilket følger af værdipapirhandelslovens § 27 og af § 16 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Det følger af værdipapirhandelslovens § 36, at der ikke må ske uberettiget videregivelse af intern viden.

I tråd hermed følger det af § 11 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S, at alle forhold omfattende af selskabets oplysningspligt straks skal meddeles Københavns Fondsbørs, og at offentliggørelse via Københavns Fondsbørs altid skal ske senest samtidig med anden offentliggørelse.

Der påhviler børsnoterede selskaber en pligt til at sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og selskaberne skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort. Dette følger af § 4, stk. 1, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Af bestemmelsens stk. 2 følger, at oplysninger, som nævnt i stk. 1, ikke må gives i udtalelser, redegørelser og interviews m.v. i forbindelse med investormøder eller i medarbejderblade og lignende, uden at

oplysninger senest samtidig meddeles Københavns Fondsbørs. Dette betyder, at selskaber ikke må udtale sig om kursrelevante oplysninger til pressen, forud for at en fondsbørsmeddelelse indeholdende disse oplysninger er sendt til Københavns Fondsbørs. Dette gælder uanset, om oplysningerne er videregivet til pressen i fortrolighed.

I den forbindelse bemærkes, at offentliggørelse af kursrelevante forhold, medmindre andet er foreskrevet, anses at være sket, når meddelelsen er kommet frem til Københavns Fondsbørs, jævnfør § 12 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S og værdipapirhandelslovens § 27, stk. 3. Dette betyder, at selskaberne først herefter frit kan videredistribuerer deres fondsbørsmeddelelser.

Selskabets udtalelser til de to journalister og videregivelsen af en arbejdskopi af den fondsbørsmeddelelse, der først ville blive offentliggjort den efterfølgende morgen, var efter Fondsbørsens vurdering et brud på den pligt, som selskabet har til at sikre, at alle har lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet, og et brud på reglen om, at alle kursrelevante oplysninger skal offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med anden offentliggørelse. Det blev understreget over for selskabet, at det forhold, at et selskab videregiver kursrelevante oplysninger under hemmeligholdelsesforpligtelse ikke ændrer herpå.

Københavns Fondsbørs påtalte overtrædelsen af de pågældende regler over for selskabet.

Påtalen blev offentliggjort.

Børsnoterede selskaber skal have interne regler, der sikrer, at oplysningsforpligtelserne overholdes, og at intern viden ikke uberettiget videregives. Fondsbørsen beklagede over for selskabet, at selskabet ikke i den konkrete situation havde overholdt sine egne interne

regler. Fondsbørsen bemærkede over for selskabet, at der syntes at være behov for en revision af selskabets interne regler, blandt andet set i lyset af de reviderede oplysningsforpligtelser, der trådte i kraft 1. januar 2002.

Heraf fremgår i øvrigt, at et selskabs ledelse med jævne mellemrum og mindst en gang årligt bør revurdere indholdet af de interne regler, ligesom selskabet til stadighed skal sikre sig, at ledelsen og andre relevante medarbejdere er bekendt med indholdet af de interne regler.

1.3. Udtalelser til pressen

I en artikel i dagpressen, der byggede på et interview med et børsnoteret selskabs bestyrelsesformand og storaktionær, var bestyrelsesformanden blandt andet citeret for følgende:

”For ikke at få fondsbørsen på nakken, vil jeg sige, at det ikke er en plan, der er godkendt af bestyrelsen, men jeg har heller ikke nævnt den offentligt før. Men det er vores ambition, at [selskabet] fra nu af skal være et overskudsgivende selskab. Det gælder ikke bare i år. [Selskabet] skal fremover tjene sine egne penge og ikke længere hente kapital på markedet. Vi vil befri os fra markedets kapitalklemme.”

Københavns Fondsbørs tog på baggrund af artiklen kontakt til selskabet med henblik på at få selskabet til at vurdere, om artiklen og interviewet med bestyrelsesformanden efter selskabets opfattelse indeholdt kursrelevante oplysninger om selskabet, som ikke tidligere var offentliggjort, og som i givet fald straks skulle offentliggøres via Københavns Fondsbørs.

Selskabet oplyste over for Fondsbørsen, at artiklen og interviewet efter selskabets opfattelse ikke indeholdt nye kursrelevante oplysninger om selskabet.

Fondsbørsen fandt anledning til at præcisere over for selskabet, at alle kursrelevante forhold, der vedrører selskabet, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, straks skal offentliggøres. Forhold, der er omfattet af oplysningspligten, skal meddeles Københavns Fondsbørs, når beslutningen reelt er truffet.

Der påhviler børsnoterede selskaber en pligt til at sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og selskaberne skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort. Dette følger af § 4, stk. 1, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Af bestemmelsens stk. 2 følger, at oplysninger, som nævnt i stk. 1, ikke må gives i udtalelser, redegørelser og interviews m.v. i forbindelse med investormøder eller i medarbejderblade og lignende, uden at oplysninger senest samtidig meddeles Københavns Fondsbørs. Det forhold, at der er tale om planer, der ikke er godkendt af selskabets bestyrelse, ændrer ikke herpå.

Fondsbørsen fandt det i den forbindelse beklageligt, at selskabets bestyrelsesformand via sine udtalelser havde skabt tvivl om, hvorvidt artiklen indeholdt ikke tidligere offentliggjorte kursrelevante informationer om selskabet.

1.4. Manglende offentliggørelse af oplysninger i forbindelse med notering på anden børs – påtale

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at bestyrelsen havde besluttet at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling. Bestyrelsen ville på generalforsamlingen fremsætte forslag til aktionærerne om at give bestyrelsen bemyndigelse til at ansøge om og gennemføre en dobbelt notering af selskabets aktier på Nasdaq Stock Market under et ADR-pro-

gram samtidig med opretholdelse af børsnoteringen på Københavns Fondsbørs. Af fondsbørsmeddelelsen fremgik, at der i forbindelse med ansøgningen om noteringen på Nasdaq var givet en række væsentlige oplysninger om selskabet til the Securities and Exchange Commission (SEC), som ikke med samme detaljeringsgrad var offentliggjort via Københavns Fondsbørs. Det fremgik, at oplysningerne i ansøgningen ville blive tilgængelige via SEC's hjemmeside.

Alle kursrelevante forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne, skal offentliggøres straks, jævnfør værdipapirhandelslovens § 27 og § 16 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Der påhviler børsnoterede selskaber en pligt til at sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og selskaberne skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort, jævnfør § 4, stk. 1, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

I tråd hermed følger det af § 11 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S, at alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt straks skal meddeles Københavns Fondsbørs, og at offentliggørelse via Københavns Fondsbørs altid skal ske senest samtidig med anden offentliggørelse. Det følger desuden af § 11, stk. 2, at i situationer, hvor beslutning ikke er truffet, men hvor der foreligger risiko for, at oplysninger er kommet eller kommer til uvedkommendes kundskab, skal selskabet, hvis offentliggørelse ikke kan ske, straks tage kontakt til Fondsbørsen med henblik på at træffe foranstaltninger for at sikre, at ingen kan misbruge denne viden.

Oplysninger, der er offentliggjort af et børsnoteret selskab, kan have en sådan karakter, at efterfølgende uddybninger heraf vil være kursrelevante og således omfattet af selskabets pligt til at sikre, at alle får lige adgang til sådanne oplysninger ved, at oplysningerne offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med anden offentliggørelse.

Københavns Fondsbørs måtte forstå selskabets fondsbørsmeddelelser således, at selskabet i forbindelse med ansøgningen om noteringen på Nasdaq havde givet kursrelevante informationer om selskabet til SEC, og at det var hensigten, at disse informationer skulle gøres tilgængelige på SEC's hjemmeside, uden at oplysningerne samtidig hermed skulle offentliggøres via Københavns Fondsbørs.

Efter anmodning fra Københavns Fondsbørs offentliggjorde selskabet en supplerende fondsbørsmeddelelse, der nærmere redegjorde for de nye oplysninger, som var givet til SEC i forbindelse med ansøgningen om noteringen på Nasdaq.

Københavns Fondsbørs bemærkede i den forbindelse over for selskabet, at et børsnoteret selskab ikke kan opfylde sin oplysningspligt ved i en fondsbørsmeddelelse, der offentliggøres via Fondsbørsen, at henvise til en hjemmeside, hvor de pågældende oplysninger er tilgængelige.

Det forhold, at selskabet ikke i den fondsbørsmeddelelse, hvori selskabet redegjorde for sine planer om notering på Nasdaq, havde redegjort for de væsentlige oplysninger om selskabet, som selskabet havde givet til SEC, og som ville blive gjort tilgængelig på SEC's hjemmeside, var efter Fondsbørsens vurdering et brud på den pligt, som selskabet har til at sikre, at alle får lige adgang til kursrelevante oplysninger om selskabet, og et brud på reglen om, at alle kursrelevante oplysninger skal offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med anden offentliggørelse.

Forud for offentliggørelsen af selskabets planer om notering på Nasdaq havde Fondsbørsen gjort selskabets rådgivere opmærksom på, at eventuelle kursrelevante oplysninger givet til SEC skulle fremgå af den fondsbørsmeddelelse, som selskabet forventede at offentliggøre. Fondsbørsen gjorde samtidig selskabets rådgivere opmærksom på, at det påhvilede selskabets ledelse at vurdere, hvilke af de oplysninger, der var givet til SEC, der var omfattet af selskabets oplysningspligt, og som dermed skulle offentliggøres via Københavns Fondsbørs.

Københavns Fondsbørs påtalte overtrædelsen af de pågældende regler over for selskabet. Fondsbørsen fandt anledning til at påpege, at Fondsbørsen fandt det kritisabelt, at selskabet havde handlet i strid med de råd, som selskabets rådgivere havde søgt hos Københavns Fondsbørs.

1.5. Udstedelse af tegningsretter og optioner – mangelfuld omtale – offentliggørelse af supplerende fondsbørsmeddelelse

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, hvoraf fremgik, at selskabets bestyrelse havde besluttet at udstede tegningsretter og aktieoptioner.

Med henblik på at give markedet ensartet og præcis information til vurdering af et selskabs incitamentsprogrammer skal fondsbørsmeddelelser om beslutninger om indførelse af aktiebaserede aflønningsprogrammer, i henhold til § 19 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S, indeholde oplysninger om:

- hvilke typer af aktiebaseret aflønning, der er omfattet af programmet,
- hvilken personkreds, der er omfattet af programmet, opdelt på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt,
- tidspunktet for tildelingen,
- det totale antal underliggende aktier i pro-

grammet, og fordelingen af disse på bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt,

- hvilke målsætninger, der lægges til grund for tildelingen af den aktiebaserede aflønning,
- perioden inden for hvilken, programmet kan udnyttes,
- udnyttelsesprisen,
- hvilke konkrete betingelser, der skal være opfyldt for, at den aktiebaserede aflønning kan udnyttes, og
- markedsværdien af den aktiebaserede aflønning, herunder en beskrivelse af hvorledes markedsværdien er opgjort og de væsentligste forudsætninger herfor.

Københavns Fondsbørs gjorde selskabet opmærksom på, at en række af disse oplysninger ikke var indeholdt i selskabets fondsbørsmeddelelse, og anmodede derfor selskabet om at offentliggøre en supplerende fondsbørsmeddelelse indeholdende de manglende oplysninger om udstedelsen.

Af selskabets supplerende fondsbørsmeddelelse fremgik blandt andet, hvorledes de tildelte tegningsretter var opdelt på henholdsvis direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt, hvilke målsætninger, der var lagt til grund for tildelingen af tegningsretterne til medarbejderne og aktieoptionerne til bestyrelsen samt hvilke konkrete betingelser, der skulle være opfyldt for, at tegningsretterne og aktieoptionerne kunne udnyttes. Fondsbørsmeddelelsen indeholdt endvidere oplysninger om markedsværdien af udstedelsen af tegningsretterne og aktieoptionerne, og det fremgik, hvorledes markedsværdien var opgjort og hvilke væsentligste forudsætninger, der lå til grund herfor.

1.6. Fondsbørsmeddelelse om konvertering af warrants til aktier

Et børsnoteret selskab havde udarbejdet et warrantprogram til selskabets medarbejdere og havde i en fondsbørsmeddelelse orienteret

markedet om indholdet af programmet og rammerne herfor. Programmet indebar, at selskabets medarbejdere i en periode på fire uger efter offentliggørelsen af selskabets halvårsrapporter og årsregnskabsmeddelelser dagligt havde mulighed for at konvertere warrants til aktier. Selskabet spurgte Københavns Fondsbørs, om det skulle offentliggøre en fondsbørsmeddelelse hver dag, der blev konverteret warrants til aktier, idet der herved ville ske en tilsvarende udstedelse af nye aktier.

Alle beslutninger om ændringer i et børsnoteret selskabs aktiekapital – eller forslag hertil – skal straks offentliggøres via Københavns Fondsbørs. Dette følger af § 22 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Baggrunden herfor er, at ændringer i et børsnoteret selskabs kapitalforhold normalt er af væsentlig betydning for markedet. Idet der i den konkrete situation var tale om udnyttelse af et warrantprogram, der løb i en begrænset periode, og hvis indhold og rammer markedet var gjort bekendt med, var det Fondsbørsens opfattelse, at der kunne samles op på konverteringerne i én fondsbørsmeddelelse, såfremt der den enkelte dag var tale om konverteringer af ubetydelig størrelse.

Københavns Fondsbørs svarede således selskabet, at såfremt selskabet vurderede, at de konverteringer af warrants til aktier, der skete på de enkelte dage i de fire uger efter offentliggørelsen af selskabets halvårsrapporter og årsregnskabsmeddelelser, indebar ubetydelige udvidelser af selskabets aktiekapital, kunne selskabet samle op på disse konverteringer i én fondsbørsmeddelelse, der skulle offentliggøres senest ved udløbet af de fire uger.

1.7. Årsrapport tilgængelig på selskabets hjemmeside forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs – påtale

Et børsnoteret selskab rettede henvendelse til

Københavns Fondsbørs, idet selskabet var blevet opmærksom på, at dets årsrapport ved en fejl kunne læses på selskabets hjemmeside, inden årsregnskabsmeddelelsen og årsrapporten var offentliggjort via Københavns Fondsbørs. Årsrapporten var tilgængelig på selskabets hjemmeside sidst på eftermiddagen dagen før den formiddag, hvor årsrapporten blev offentliggjort via Fondsbørsen.

Selskabet havde konstateret, at alene to personer havde været inde på den pågældende internetside i perioden frem til offentliggørelsen af årsrapporten, og selskabets aktier havde ifølge Fondsbørsens handelssystem ikke været handlet i denne periode.

Det er af afgørende betydning for markedsdeltagernes tillid til markedet, at alle sikres lige behandling og lige adgang til kursrelevante informationer, og at der ikke tilgås enkelte markedsdeltagere ikke-offentliggjorte kursrelevante informationer. Derfor skal børsnoterede selskaber indrette deres systemer således, at offentliggørelse via Københavns Fondsbørs altid sker senest samtidig med anden offentliggørelse.

Fondsbørsen påtalte over for selskabet, at årsrapporten havde været tilgængelig for uvedkommende forud for årsrapportens offentliggørelse via Københavns Fondsbørs. Fondsbørsen havde i den forbindelse noteret sig, at selskabet havde iværksat en rettelse af de pågældende systemer, og at selskabet derudover havde besluttet fremover ikke at påbegynde forberedelserne til indlæggelse på hjemmesiden, førend den pågældende fondsbørsmeddelelse var modtaget af Fondsbørsen.

1.8. Nedjustering af forventninger – tidspunkt for offentliggørelse

Et børsnoteret selskab offentliggjorde sin halvårsrapport, hvori selskabet nedjusterede forventningerne til omsætningen for regnskabsåret 2002 fra 450-650 mio. kr. til

200-250 mio. kr. Selskabet nedjusterede samtidig forventningerne til resultatet for 2002.

Baggrunden for nedjusteringen var ifølge halvårsrapporten, at både eksisterende og nye kunder havde forsinket lanceringen af de produkter, som selskabet skulle levere til, med mellem to og fem måneder. Dette havde specielt igennem 2. kvartal medført en mindre tilgang af nye kunder og ordrer end oprindeligt forventet. Samtidig gik indtrængningen på markedet langsommere end forventet. Dette betød, at selskabet på baggrund af de forsinkede produktlanceringer fortsat forventede en betydelig omsætning i 4. kvartal 2002, men at omsætningen i 3. kvartal ville blive meget utilfredsstillende og lavere end i 1. og 2. kvartal.

Fondsbørsen henlede selskabets opmærksomhed på, at et børsnoteret selskabs oplysningsforpligtelse over for Fondsbørsen – og dermed markedet – indtræder straks, selskabet bliver opmærksom på væsentlige forhold, der vedrører selskabet, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på de af selskabet udstedte værdipapirer. Indtræder der således væsentlige ændringer i den forventede udvikling i forhold til det allerede offentliggjorte, skal dette straks offentliggøres via Fondsbørsen. Denne forpligtelse indtræder, selv om det ikke på det pågældende tidspunkt er muligt at fastslå det forventede resultat præcist. Dette følger af § 31 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Københavns Fondsbørs anmodede selskabet om at redegøre for, hvornår det blev opmærksom på, at forventningerne til omsætningen og dermed resultatet for 2002 ikke levede op til selskabets tidligere udmeldinger. Fondsbørsen ønskede i den forbindelse oplyst, hvornår selskabets ledelse blev bekendt med de forhold, der havde ført til nedjusteringen af forventningerne til årets omsætning og resultat.

Selskabet redegjorde for baggrunden for de ændrede resultatforventninger til 2002 og anførte i den forbindelse blandt andet – som supplement til de oplysninger, der var givet i halvårsrapporten – at selskabet først umiddelbart op til udarbejdelsen af halvårsrapporten kunne konstatere de forhold, der dannede grundlag for de ændrede forventninger.

Københavns Fondsbørs tog selskabets oplysninger til efterretning og fandt ikke anledning til at foretage yderligere.

1.9. Offentliggørelse af finanskalender

For at give markedet mulighed for at indrette sig efter, hvornår børsnoterede selskaber offentliggør regnskabsmeddelelser og årsrapporter og afholder generalforsamlinger, skal markedet på forhånd orienteres herom. Børsnoterede selskaber skal således inden udgangen af første måned af hvert regnskabsår offentliggøre en finanskalender. Finanskalenderen skal indeholde en angivelse af de forventede datoer for hvornår i det pågældende regnskabsår, selskabet forventer at offentliggøre regnskabsmeddelelser og årsrapport, samt for hvornår selskabet forventer at afholde ordinær generalforsamling. Dette følger af § 24 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en finanskalender, hvoraf det fremgik, at selskabets årsregnskabsmeddelelse og årsrapport ville blive offentliggjort samme dag, som finanskalenderen blev offentliggjort. Umiddelbart efter offentliggørelsen af finanskalenderen offentliggjorde selskabet således sin årsrapport.

Såfremt et selskab ændrer de i finanskalenderen offentliggjorte datoer for offentliggørelse af regnskabsmeddelelser og årsrapport, skal selskabet senest en uge før den pågældende dag meddele hvilken dato, der nu forventes at ske offentliggørelse, jævnfør § 24 i oplys-

ningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Som følge heraf gjorde Københavns Fondsbørs selskabet opmærksom på, at såfremt årsregnskabsmeddelelsen eller årsrapporten offentliggøres inden udgangen af første måned af regnskabsåret, skal selskabet senest en uge før den dag, hvor årsregnskabsmeddelelsen eller årsrapporten forventes offentliggjort, offentliggøre finanskalenderen eller i det mindste datoen for, hvornår årsregnskabsmeddelelsen eller årsrapporten forventes offentliggjort.

1.10. Årsregnskabsmeddelelse – mangelfuld angivelse af forventninger til fremtiden – manglende redegørelse for baggrund for ikke at offentliggøre kvartalsrapporter

Af et børsnoteret selskabs årsregnskabsmeddelelse var der for så vidt angik selskabets forventninger til fremtiden alene anført, at den stabile udvikling på den ordinære drift forventedes at kunne fortsætte, og at hensættelser skønnedes på niveau med året før.

For at give markedet den mest præcise information, som kan anvendes i vurderingen af selskabet, skal ledelsens forventninger til fremtiden indeholde oplysninger om forventningerne til niveauet for aktivitet og resultat. Dette krav kan opfyldes ved at angive størrelsen af den forventede omsætning og det forventede resultat, ved at angive et interval herfor, ved at angive en procentvis forventet ændring i omsætning og resultat i forhold til seneste eller tidligere regnskabsår, ved at angive den forventede overskudsgrad eller lignende. Dette følger af § 30 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Da det var Københavns Fondsbørs' opfattelse, at selskabets angivelse af forventningerne til fremtiden ikke levede op til de angivne krav, anmodede Fondsbørsen selskabet om straks at offentliggøre en supplerende fondsbørsmeddelelse, hvori ledelsens forventninger

til det indeværende regnskabsår blev præciseret.

Selskabet havde ikke i sin årsregnskabsmeddelelse anført baggrunden for, at selskabet ikke offentliggjorde kvartalsrapporter. Fondsbørsen anmodede derfor selskabet om i den supplerende fondsbørsmeddelelse at oplyse baggrunden for, at selskabet ikke havde til hensigt at offentliggøre kvartalsrapporter, jævnfør kommentaren til § 25 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Selskabet offentliggjorde senere samme dag en fondsbørsmeddelelse, der præciserede forventningerne til det indeværende regnskabsår og redegjorde for baggrunden for, at selskabet havde valgt indtil videre ikke at offentliggøre kvartalsrapporter.

1.11. Mangelfuld angivelse af forventninger til fremtiden – offentliggørelse af supplerende fondsbørsmeddelelse

Et børsnoteret selskabs årsregnskabsmeddelelse indeholdt oplysninger om ledelsens forventninger til resultatet for det indeværende regnskabsår, men derimod ikke for ledelsens forventninger til det indeværende regnskabsårs aktivitet.

For at give markedet den mest præcise information, som kan anvendes i vurderingen af selskabet, skal ledelsens forventninger til fremtiden indeholde oplysninger om forventningerne til niveauet for aktivitet og resultat. Dette krav kan opfyldes ved at angive størrelsen af den forventede omsætning og det forventede resultat, ved at angive et interval herfor, ved at angive en procentvis forventet ændring i omsætning og resultat i forhold til seneste eller tidligere regnskabsår, ved at angive den forventede overskudsgrad eller lignende. Dette følger af § 30 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Københavns Fondsbørs anmodede derfor selskabet om at offentliggøre en supplerende fondsbørsmeddelelse, hvori ledelsens forventninger til omsætningen for det indeværende regnskabsår blev præciseret.

Selskabet offentliggjorde efterfølgende en sådan fondsbørsmeddelelse.

1.12 For sen offentliggørelse af reviderede regnskabstal – offentlig påtale

Et børsnoteret selskab offentliggjorde medio marts 2002 en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at der som konsekvens af en indgået aftale om et datterselskabs salg af en forretningsenhed og igangværende forhandlinger om salg af yderligere forretningsenheder i datterselskabet ville ske en revurdering af koncernens bogførte goodwill, og at denne måtte nedskrives med over halvdelen af den bogførte værdi. Det fremgik endvidere, at resultatet for 2001 ville blive påvirket af ekstraordinære varelager nedskrivninger, og at den forventede ændring i koncernens bogførte goodwill og den ekstraordinære nedskrivning af varelageret burde medtages for at give et retvisende regnskab for 2001. Det fremgik tillige, at selskabet på den baggrund ville anmode Københavns Fondsbørs om dispensation for fristen for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen for 2001, således offentliggørelse kunne udsættes til medio april 2002. Selskabets årsregnskabsmeddelelse for 2001 skulle ifølge selskabets finanskalender have været offentliggjort medio marts 2002.

Et børsnoteret selskab skal offentliggøre sin årsregnskabsmeddelelse senest tre måneder efter regnskabsårets afslutning, jævnfør § 26, stk. 3, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Københavns Fondsbørs kan i særlige tilfælde dispensere fra denne frist.

Med henvisning til den offentliggjorte fondsbørsmeddelelse anmodede selskabet Fonds-

børsen om dispensation for fristen for offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen til senest medio april 2002 for herigennem af sikre, at regnskabet var retvisende, særligt vedrørende posterne goodwill og varelager.

Fondsbørsen svarede, at Fondsbørsen ikke fandt anledning til at antage, at selskabets frasalg af forretningsenheder i et datterselskab og de øvrige igangværende forhandlinger om salg af forretningsområder i datterselskabet havde betydning for selskabets mulighed for at offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse for 2001. Fondsbørsen fandt det således ikke på det foreliggende grundlag dokumenteret, at der forelå et særligt tilfælde, der kunne begrunde, at Fondsbørsen dispenserede for tremåneders fristen.

En årsregnskabsmeddelelse skal fremtræde som en kort udgave af årsrapporten og skal være så fyldestgørende, at årsrapporten ikke tilfører markedet ny væsentlig information, som kan antages at få betydning for kursdannelsen. Dette fremgår af skema B i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S, hvoraf det tillige fremgår, at såfremt der er forbehold eller supplerende oplysninger i revisionspåtegningen, skal påtegningen gengives ubeskåret. Det følger således heraf, at en årsregnskabsmeddelelse skal basere sig på et revideret årsregnskab.

I en efterfølgende henvendelse til Fondsbørsen oplyste selskabet, at det havde til hensigt at offentliggøre årsregnskabsmeddelelsen for 2001 den 31. marts 2002. Fondsbørsen gjorde selskabet opmærksom på, at Fondsbørsen gik ud fra, at årsregnskabsmeddelelsen ville basere sig på et revideret årsregnskab, og at påtegningen skulle gengives ubeskåret, såfremt der ville være forbehold eller supplerende oplysninger i revisionspåtegningen.

Selskabet offentliggjorde herefter en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at sel-

skabet den 31. marts 2002 ville offentliggøre en regnskabsmeddelelse, som ikke ville være fuldstændig, primært som følge af fortsat uafklarede regnskabsmæssige forhold i daterselskabet. Det fremgik ikke af fondsbørsmeddelelsen, at regnskabsmeddelelsen ikke ville være baseret på et revideret årsregnskab. Det fremgik heller ikke, på hvilke punkter årsregnskabsmeddelelsen ville være ufuldstændig.

Den 31. marts 2002 offentliggjorde selskabet en urevideret regnskabsmeddelelse for 2001. Af meddelelsen fremgik, at regnskabet endnu ikke var færdigudarbejdet og dermed ikke revideret. Det fremgik desuden, at nogle varelagernedskrivninger og årsagerne hertil endnu ikke var gennemanalyseret, hvorfor de detaljerede forventninger for 2002 ikke ville blive offentliggjort, før disse undersøgelser var tilendebragt. Endelig fremgik det, at den fuldstændige årsregnskabsmeddelelse for 2001 indeholdende revisionspåtegning og forventninger til 2002 ville blive udsendt, så snart undersøgelserne var tilendebragt, hvilket forventedes at ske senest medio april 2002.

Fondsbørsen påtalte over for selskabet, at selskabet ikke senest den 31. marts 2002 havde offentliggjort en årsregnskabsmeddelelse indeholdende reviderede regnskabstal og eventuelt en revisionspåtegning. Fondsbørsen påtalte endvidere over for selskabet, at selskabet havde offentliggjort en regnskabsmeddelelse, der ikke indeholdt en angivelse af ledelsens forventninger til fremtiden, og som således ikke overholdt kravene til indholdet af en årsregnskabsmeddelelse.

Selskabet blev gjort opmærksom på, at påtalen særligt skulle ses i lyset af den korrespondance, der havde været mellem selskabet og Københavns Fondsbørs i perioden op til offentliggørelsen af regnskabsmeddelelsen den 31. marts 2002 og i lyset af, at selskabet havde fået afslag på en anmodning om dis-

pensation for fristen for offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen. Fondsbørsen bemærkede i den forbindelse, at selskabet ikke havde forsøgt at tilvejebringe yderligere uddybende argumenter til Fondsbørsens behandling af dispensationsanmodningen. Fondsbørsen anså det som værende en skærpende omstændighed, at selskabet havde handlet i strid med de råd og henstillinger, som selskabet havde søgt og fået hos Københavns Fondsbørs.

Afslutningsvist gjorde Fondsbørsen selskabet opmærksom på, at Fondsbørsen forventede, at selskabet omgående offentliggjorde årsregnskabsmeddelelsen for 2001 indeholdende reviderede regnskabstal og eventuelt revisionspåtegning, og at den i øvrigt opfyldte Fondsbørsens krav til indholdet af en årsregnskabsmeddelelse.

Påtalen blev offentliggjort.

Primo april 2002 offentliggjorde selskabet revisionens påtegning vedrørende regnskabet for 2001 samt selskabets forventninger til 2002.

1.13 Overskridelse af frist for offentliggørelse af årsrapport og afholdelse af ordinær generalforsamling – offentlig påtale

Et børsnoteret selskab, der havde kalenderåret som regnskabsår, offentliggjorde medio maj, at selskabet ville offentliggøre sin reviderede årsrapport ultimo maj, og at selskabet ville afholde sin ordinære generalforsamling medio juni.

Københavns Fondsbørs gjorde selskabet opmærksom på, at et børsnoteret selskab ifølge årsregnskabsloven straks efter godkendelsen og senest fem måneder efter regnskabsårets udgang skal indsende sin årsrapport til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen. Årsrapporten skal hurtigst muligt og senest otte dage før generalforsamlingen offentliggøres via Køben-

havns Fondsbørs, hvilket følger af § 29 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. På generalforsamlingen skal den reviderede årsrapport fremlægges, og senest otte dage før afholdelse af den ordinære generalforsamling skal den reviderede årsrapport fremlægges til eftersyn for aktionærerne på selskabets kontor og samtidig tilstiles enhver noteret aktionær, som har fremsat anmodning herom, hvilket følger af aktieselskabsloven.

Ved udgangen af maj måned havde selskabet fortsat ikke offentliggjort sin reviderede årsrapport via Københavns Fondsbørs, ligesom selskabet ikke havde afholdt sin ordinære generalforsamling.

Fondsbørsen gjorde selskabet opmærksom på, at Fondsbørsen fandt det uacceptabelt i forhold til selskabets aktionærer og andre interessenter, at selskabet valgte at overtræde de regler, der gælder for børsnoterede selskabers pligt til at offentliggøre årsrapporter og for at afholde generalforsamling. Fondsbørsen påtalte i den forbindelse over for selskabet, at selskabet ikke havde overholdt den oplysningspligt, der følger af § 29 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S.

Fondsbørsen offentliggjorde påtalen.

I samme periode var der et tilsvarende forløb med et andet børsnoteret selskab. Forløbet resulterede ligeledes i en offentlig påtale over for det pågældende selskab.

1.14. Anmodning om fristforlængelse for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse – afslag – påtale

Samme dag, som et børsnoteret selskab ifølge sin finanskalender skulle offentliggøre årsregnskabsmeddelelsen for 2001, offentliggjorde selskabet en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet samtidig med

offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen havde forventet at kunne offentliggøre en samlet plan for styrkelse af selskabets kapitalgrundlag. Selskabets bestyrelse havde imidlertid samme dag besluttet at udsætte offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen på grund af igangværende forhandlinger med långivere og investorer om styrkelse af selskabets kapitalgrundlag.

Det fremgik af fondsbørsmeddelelsen, at selskabet, på baggrund af de igangværende forhandlinger med selskabets långivere og potentielle investorer, forventede at offentliggøre årsregnskabsmeddelelsen primo april 2002, og at årsregnskabsmeddelelsen blandt andet forventedes at indeholde en samlet plan for styrkelse af selskabets kapitalgrundlag.

Et børsnoteret selskab skal offentliggøre sin årsregnskabsmeddelelse senest tre måneder efter regnskabsårets afslutning, jævnfør § 26, stk. 3, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S. Københavns Fondsbørs kan i særlige tilfælde dispensere fra denne frist. Københavns Fondsbørs gjorde således selskabet opmærksom på, at selskaber, der som det pågældende selskab havde kalenderåret som regnskabsår, skal offentliggøre deres årsregnskabsmeddelelse inden udgangen af marts måned.

Selskabet fremsendte herefter en anmodning til Fondsbørsen om dispensation fra tidsfristen på tre måneder, således at offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen for 2001 kunne skydes til primo april 2002. Anmodningen var begrundet med, at tidshorizonten for de igangværende forhandlinger ville blive præget af de forestående påskehelligdage.

Københavns Fondsbørs svarede, at Fondsbørsen ikke fandt anledning til at antage, at selskabets igangværende forhandlinger med långivere og investorer om styrkelse af selskabets kapitalgrundlag havde betydning for

selskabets mulighed for at afslutte og offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse for 2001. Fondsbørsen fandt det således ikke på det foreliggende grundlag dokumenteret, at der forelå et særligt tilfælde, der kunne begrunde, at selskabet udskød offentliggørelsen af sin årsregnskabsmeddelelse til efter fristens udløb. Københavns Fondsbørs gik derfor ud fra, at selskabet ville offentliggøre årsregnskabsmeddelelsen for 2001 inden udgangen af marts 2002.

Københavns Fondsbørs påtalte over for selskabet, at selskabets bestyrelse havde besluttet at udskyde offentliggørelsen af selskabets årsregnskabsmeddelelse til efter udløbet af den frist, der gælder for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelser, uden at selskabet forud herfor havde søgt og indhentet dispensation fra Københavns Fondsbørs for denne frist.

Selskabet offentliggjorde årsregnskabsmeddelelsen inden udgangen af marts 2002.

1.15. Selskabers forhold til Corporate Governance – offentliggørelse via Københavns Fondsbørs

Nørby-udvalgets rapport 'Corporate Governance i Danmark – Anbefalinger for god selskabsledelse i Danmark' giver et sæt anbefalinger for, hvad der er god selskabsledelse i Danmark.

Med henblik på stadig at gøre det mere attraktivt at investere i danske børsnoterede selskaber – og for at forbedre de danske selskabers adgang til kapital ved at tiltrække blandt andet udenlandske investorer – finder Københavns Fondsbørs det vigtigt, at børsnoterede selskaber forholder sig til og lader sig inspirere af anbefalingerne for god selskabsledelse. God selskabsledelse – og selskabernes offentliggørelse af deres holdninger hertil – bidrager til at skabe tillid hos investorerne om, at selskabets ressourcer udnyttes på den bedst mulige måde.

Det er Fondsbørsens opfattelse, at aktionærer, investorer og markedet generelt har en væsentlig interesse i, hvorledes børsnoterede selskaber ledes, og hvordan ledelserne i selskaberne forholder sig til begrebet Corporate Governance eller god selskabsledelse.

Dette var baggrunden for beslutningen om at inddrage rapportens anbefalinger i Fondsbørsens regler. Det følger således af § 36 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs A/S, at aktieselskaberne anbefales i deres årsrapport at forholde sig til de anbefalinger for god selskabsledelse, der indgår som anden del af Nørbyudvalgets rapport.

Selskaberne kan for eksempel forholde sig til anbefalingerne ved, at der i selskabernes årsrapport indføres et selvstændigt afsnit herom. Et sådant afsnit kan være mere summarisk, eller det kan indeholde angivelse af, i hvilket omfang selskabet følger anbefalingerne og en omtale af baggrunden for en eventuel anvendelse af andre principper eller for fravigelser. En anden mulighed er, at selskaberne, gerne med udgangspunkt i anbefalingernes syv hovedområder, på anden måde i årsrapporten giver relevante oplysninger om selskabernes Corporate Governance principper.

Der er, som det fremgår direkte af anbefalingen i § 36 og i øvrigt af ovenstående, ikke nogen pligt for selskaberne til at følge eller forholde sig til anbefalingerne for god selskabsledelse. Under henvisning til den betydning, som disse forhold generelt har for markedets vurdering af et selskab, er det imidlertid Fondsbørsens opfattelse, at børsnoterede selskaber, der vælger at forholde sig til Corporate Governance, bør stille disse informationer til rådighed for markedet ved offentliggørelse via Københavns Fondsbørs. Dette er også i tråd med den ovennævnte regel i § 36 og med kommentaren hertil.

Når et børsnoteret selskab vælger at forholde

sig til Corporate Governance er det således efter Fondsbørsens opfattelse vigtigt, at en beskrivelse af selskabets stillingtagen sker i en årsrapport, i en delårsrapport eller på anden måde i en fondsbørsmeddelelse, der offentliggøres via Københavns Fondsbørs. Herved sikres investorerne et samlet overblik over det pågældende selskabs forhold.

2. Overtagelsestilbud

2.1. Frivilligt købstilbud – ændrede vilkår

En tilbudsgiver fremsatte et frivilligt købstilbud til aktionærerne i et børsnoteret selskab. Købstilbudet, der var gældende i fire uger, var betinget af en række forhold, herunder af tilfredsstillende myndighedsgodkendelse samt at tilbudsgiver erhvervede mere end 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet inden tilbudsperiodens udløb. Umiddelbart inden udløbet af tilbudsperioden offentliggjorde tilbudsgiver en meddelelse, hvoraf det fremgik, at tilbudsgiver havde besluttet at forlænge tilbudsperioden med 14 dage.

Det fremgik af meddelelsen, at tilbudsgiver ville udsende en ny meddelelse, når tilbudsgiver havde opnået fornøden sikkerhed for tilfredsstillende myndighedsgodkendelse samt kontrol med 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, hvorefter tilbudsgiver ville iværksætte afregning af de indkomne accepter. Det fremgik af meddelelsen, at alle øvrige betingelser og vilkår var uændrede i forhold til det fremsatte købstilbud.

Ifølge tilbudsdokumentet ville alle accepter automatisk blive annulleret, hvis et konkurrerende købstilbud med en højere tilbudskurs blev offentliggjort i tilbudsperioden, og hvis tilbudsgiver ikke tilbød samme eller højere tilbudskurs senest fire handelsdage før udløbet af det konkurrerende tilbud.

Det følger af tilbuds bekendtgørelsens § 8, at en tilbudsgiver til enhver tid indtil udløbet af tilbudsperioden kan ændre de til købstilbudet knyttede vilkår, såfremt der for købstilbudets modtagere er tale om en forbedring af de tilbudte vilkår. Såfremt ændringen sker inden for de sidste to uger af tilbudsperioden forlænges denne, så den udløber 14 dage efter offentliggørelsen af det ændrede købstilbud.

En forringelse af vilkårene i et fremsat købstilbud medfører, at tilbudsgiver skal trække sit købstilbud tilbage og fremsætte et nyt købstilbud.

Det forhold, at tilbudsgiver ville iværksætte afregning af de indkomne accepter i tilbudsperioden i tilfælde af, at tilbudsgiver havde opnået fornøden sikkerhed for tilfredsstillende myndighedsgodkendelse samt kontrol med 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, betød, at aktionærernes accepter ikke automatisk ville blive annulleret i tilfælde af et konkurrerende købstilbud, som beskrevet i tilbudsdokumentet. Dette var efter Fondsbørsens opfattelse en forringelse af de betingelser, tilbudsgiver havde fastsat i tilbudsdokumentet.

Fondsbørsen anmodede tilbudsgiver om at offentliggøre en supplerende meddelelse, hvori det blev præciseret, at alle de oprindelige betingelser fortsat var gældende, og at alle accepter således fortsat automatisk ville blive annulleret, hvis et konkurrerende købstilbud med en højere tilbudskurs blev offentliggjort i tilbudsperioden, og hvis tilbudsgiver ikke tilbød samme eller højere tilbudskurs senest fire handelsdage før udløbet af det konkurrerende tilbud. Fondsbørsen gjorde tilbudsgiver opmærksom på, at det af den supplerende meddelelse burde fremgå, at afregning af aktionærerne således ikke ville ske før tilbudsperiodens udløb.

Tilbudsgiver offentliggjorde en supplerende meddelelse, hvoraf disse oplysninger fremgik.

2.2. Købstilbud – aktionærer kan ikke bindes af afgivne accepter ud over tilbudsperioden

Københavns Fondsbørs blev spurgt, i hvilket omfang det er muligt at binde aktionærer, der har accepteret et købstilbud, ud over tilbudsperioden. Forespørgslen gav anledning til følgende betragtninger.

Det altovervejende hensyn bag tilbudsreglerne i værdipapirhandelsloven og i tilbuds-bekendtgørelsen, er beskyttelsen af aktionæ-
rerne.

I forbindelse med fremsættelsen af et købstilbud skal tilbudsgiver, i henhold til værdipa-
pirhandelslovens § 32, udarbejde og offent-
liggøre et tilbudsdokument, der indeholder
de oplysninger, som må anses for fornødne
for, at aktionærene kan danne sig et velbe-
grundet skøn over købstilbudet og herefter
beslutte, om de vil acceptere købstilbudet.

En aktionær, der accepterer et købstilbud, er
ifølge almindelig aftaleret bundet af sin ac-
cept. Med udgangspunkt heri fremgår det af
tilbudsbekendtgørelsens § 3, stk. 2, at det
skal fremgå af tilbudsdokumentet, om de ak-
tionærer, der allerede har accepteret et tilbud,
frit kan acceptere ethvert senere tilbud frem-
sat efter reglerne i § 8 (forbedret tilbud) og
§ 9 (konkurrerende tilbud).

Der er i tilbudsbekendtgørelsen taget stilling
til, dels hvor lang en tilbudsperiode minimum
skal være (fire uger), og dels hvor lang en til-
budsperiode maksimalt kan være (ti uger).

Fastsættelsen af en tilbudsperiode beror på
en afvejning af dels hensynet til, at aktionæ-
rerne skal have rimelig tid til at overveje det
fremsatte købstilbud, og dels hensynet til at
aktionærene og selskabet inden for rimelig
tid skal have en afklaring af, hvorvidt købs-
tilbudet gennemføres. I den forbindelse er der
tillige hensynet til, at aktionærene inden for
rimelig tid skal vederlægges eller have mulig-
hed for at afhænde deres aktier til anden si-
de. Desuden taler det generelle hensyn til et
velfungerende værdipapirmarked for, at der
er overensstemmelse mellem tilbudsperioden
og den periode inden for hvilken, aktionærer-
ne er bundet.

Det er Fondsbørsens opfattelse, at fastlæg-
gelsen af en tilbudsperiode i tilbudsbekend-

gørelsen blandt andet er et udtryk for, hvor
længe en aktionær kan være bundet af sin ac-
cept, og at tilbudsperioden i tilbudsbekend-
gørelsen således angiver grænsen for, hvor
længe en aktionær skal tolerere uvisheden
om ejerskabet af sin aktie. Som følge af hen-
synene bag tilbudsreglerne, og idet der i til-
budsreglerne konkret er taget stilling til hen-
holdsvis hvor kort og hvor lang en tilbudspe-
riode kan og skal være, vil muligheden for at
binde aktionærene ud over tilbudsperioden
være i uoverensstemmelse med fastsættelsen
af en tilbudsperiode i tilbudsreglerne.

Desuden taler den regulering, der findes om
konkurrerende tilbud, herunder tilbudsgivers
mulighed for at binde aktionærene i tilbuds-
perioden i tilfælde af konkurrerende tilbud,
for, at aktionærene ikke kan bindes ud over
tilbudsperioden. Således fremgår det af til-
budsbekendtgørelsens § 9, stk. 1, at et kon-
kurrerende tilbud skal fremsættes før udløbet
af acceptfristen for det af de allerede forelig-
gende tilbud, hvor acceptfristen udløber se-
nest. Såfremt en tilbudsgiver kan binde aktio-
nærene ud over tilbudsperioden, og der
fremsættes et konkurrerende tilbud til en høj-
ere kurs efter udløbet af tilbudsperioden, vil
den oprindelige tilbudsgiver 'få glæde af' den
højere kurs. De aktionærer, der i givet fald
var bundet, ville derimod ikke have fået ve-
derlag for sine aktier og ville dermed være af-
skåret fra at kunne reinvestere sine penge.
Dette vil efter Fondsbørsens opfattelse føre til
en urimelig retsstilling.

Sammenfattende synes hensynene bag til-
budsreglerne, fastsættelsen af en tilbudsperio-
de i tilbudsbekendtgørelsen og indholdet af
de øvrige regler i tilbudsbekendtgørelsen såle-
des efter Fondsbørsens vurdering at under-
støtte en fortolkning af tilbudsreglerne, som
indebærer, at det er ikke er muligt at binde
aktionærer, der har accepteret et købstilbud,
ud over tilbudsperioden.

3. Optagelse til notering

3.1. Børsnotering – salgsmateriale udarbejdet i forbindelse med salg af struktureret obligation

I forbindelse med børsnoteringen af en struktureret obligation, udarbejdede det pengeinstitut, der var tegningssted, et salgsmateriale, hvis indhold og beregninger efter Københavns Fondsbørs' opfattelse baserede sig på en meget positiv fremstilling. Det var endvidere muligt på pengeinstituttets hjemmeside at hente en tegningsblanket, uden at prospektet medfulgte.

Københavns Fondsbørs gjorde pengeinstituttet opmærksom på, at det af § 13 i prospektkrav og udbudsbetingelser ved obligationers optagelse til notering på Københavns Fondsbørs A/S fremgår, at al væsentlig information om udstederen og obligationerne skal være indarbejdet i selve prospektet. Annoncer, brochurer m.v., som udarbejdes i forbindelse med udbud af obligationer, må ikke indeholde en opfordring til at tegne de udbudte værdipapirer alene på baggrund af en annonce eller brochuremateriale. Et sådan materiale må ikke være vildledende eller mangelfuldt. Materialet må endvidere ikke give et forkert eller forherligende billede af de muligheder, en investering i værdipapirerne kan give. Endelig fremgår det af bestemmelsen, at tegnings-/salgsblanketten ikke må indgå som en del af dette materiale, men må alene indgå som en integreret del af prospektet.

Fondsbørsen gjorde i samme forbindelse pengeinstituttet opmærksom på, at prospektet og salgsmaterialet skulle give investorerne en fair mulighed for at lave et sammenligningsgrundlag i forhold til andre investeringsalternativer.

Pengeinstituttet svarede, at det fremover ville dæmpe ordvalget i det informationsmateriale, der ville blive udarbejdet, ligesom pengeinstituttet ville sørge for, at tegningsblanketter

fremover ville indgå som en integreret del af selve prospektet.

3.2. Rettet emission over 10% – opfyldelse af Fondsbørsens prospektkrav

Forud for gennemførelsen af en rettet emission blev Københavns Fondsbørs spurgt, hvorvidt det ville være muligt for et børsnoteret selskab at gennemføre en rettet emission mod kontant vederlag ved samtidig offentliggørelse af en detaljeret fondsbørsmeddelelse, der i sit indhold oplysningsmæssigt ville modsvare Fondsbørsens krav til indholdet af et prospekt.

Selskabets noterede aktiekapital ville blive forhøjet med cirka 20%. Der ville endvidere ske en rettet emission i den unoterede A-aktieklasser. Selskabet ville i forbindelse med emissionen udvide sin A-aktionærkreds, som hidtil alene havde bestået af en fond.

Selskabet havde gennem de seneste to år haft en stram likviditet, og provenuet fra emissionen skulle anvendes til at forbedre selskabets kapitalgrundlag og dermed afslutte de stramme likviditetsmæssige forhold og samtidig nedbringe selskabets kortfristede gæld.

Ved rettede emissioner skal der som udgangspunkt udarbejdes et prospekt, selv om de nye aktier skal tegnes af et begrænset antal investorer. Prospektet skal være tilpasset den situation, at emissionen er rettet mod enkelte investorer.

Fondsbørsen kan i medfør af § 9 i prospektbekendtgørelsen undtage fra kravet om optagelse af visse foreskrevne oplysninger i prospektet, såfremt Fondsbørsen finder, at oplysningerne kun er af ringe betydning og ikke kan have indflydelse på bedømmelsen af udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og udsigter, eller såfremt det vurderes, at udbredelsen af disse oplysninger vil stride mod den offentlige interesse eller til-

føje selskabet betydelig skade. Det er dog en forudsætning, at undladelse af offentliggørelse af disse oplysninger ikke medfører, at offentligheden vildledes.

Som følge af at der var tale om en rettet emission, hvor der ikke skulle ske et egentligt udbud af aktier, og hvor de nye aktier skulle tegnes af et begrænset antal investorer, som på forhånd havde givet tilsagn om at tegne de nye aktier, fandt Fondsbørsen, at prospektet efter omstændighederne i formen kunne udarbejdes som en meddelelse med et informationsniveau svarede til det, som kræves i et prospekt.

For så vidt angik de ansvarlige for indholdet af prospektet fandt Fondsbørsen, at de skulle erklære sig om indholdet af prospektet, eventuelt tilpasset den konkrete situation. Selskabets revisorer skulle endvidere indarbejde en erklæring i det omfang, de havde medvirket ved udarbejdelsen af prospektet, således at det klart fremgik, hvilke opgaver de havde haft.

Endvidere skulle prospektet indeholde erklæringer fra eventuelle formidlere i det omfang, de havde medvirket ved udarbejdelsen.

Erklæringer udarbejdet i henhold til aktieselskabslovens regler, herunder erklæring afgivet i henhold til aktieselskabslovens § 29, skulle ligeledes indarbejdes som en del af prospektet, eventuelt i form af et bilag.

Fondsbørsen fik tilsendt udkast til prospektet og afgav sine kommentarer hertil. Disse blev indarbejdet i prospektet forud for offentliggørelsen.



Københavns Fondsbørs
Nikolaj Plads 6
Postbox 1040
DK-1007 København K

Telefon +45 3393 3366
Telefax +45 3312 8613
E-mail cse@cse.dk
www.cse.dk

PARTNER OF
NOREX
ALLIANCE