



Afgørelser
og Udtalelser
2003

03

Forord

Københavns Fondsbørs ønsker løbende at orientere markedet om, hvordan Fondsbørsen fortolker og administrerer den regulering, der gælder for udstedere af børsnoterede aktier, investeringsbeviser og obligationer. Ultimo hver måned offentliggør vi på Fondsbørsens hjemmeside cse.dk de afgørelser og udtalelser for den forgangne måned, som vi skønner har betydning for udstedere, rådgivere og andre med interesse for det danske børsmarked. Alle afgørelser og udtalelser samles hvert år i et trykt hæfte som dette, der omhandler 2003.

Alle refererede sager er anonymiserede. 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 2003.

Alle børsnoterede udstedere samt øvrige abonnenter på Håndbog for udstedere på Københavns Fondsbørs får hæftet tilsendt automatisk. Afgørelser og Udtalelser 2003 kan i øvrigt købes ved henvendelse til Københavns Fondsbørs, ligesom en elektronisk udgave af hæftet kan downloades gratis fra www.cse.dk.

Fondsbørsen udarbejder løbende redskaber til brug for udstederne og deres rådgivere. I 2003 udgav vi som noget nyt en Guide for Investor Relations og en vejledning om overtagelsestilbud på selskaber noteret på Københavns Fondsbørs. Disse og meget andet materiale, som vi vurderer har betydning for udsteders notering, er samlet i Håndbog for udstedere på Københavns Fondsbørs. Alle udstedere og medlemmer af Fondsbørsen har modtaget et eksemplar af Håndbogen, der tillige findes på Fondsbørsens hjemmeside.

Spørgsmål til værdipapirers optagelse til notering, børsnoterede selskabers oplysningsforpligtelser, overtagelsestilbud på børsnoterede selskaber eller andet, der vedrører de noterede udstedere, kan rettes til Udstederrelationer på telefon 33 93 33 66.

Januar 2004

Erik Bruun Hansen

| | |
|--|-----------|
| 1. Oplysningsforpligtelser | 3 |
| 1.1. Tidspunkt for oplysningspligtens indtræden – ændrede resultatforventninger | 3 |
| 1.2. Offentliggørelse via nyhedsformidler forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs | 3 |
| 1.3. Offentliggørelse på generalforsamling forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs | 4 |
| 1.4. Offentliggørelse via nyhedsformidler forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs | 5 |
| 1.5. Offentliggørelse i pressemeddelelse forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs | 6 |
| 1.6. Offentliggørelse via hjemmeside forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs | 7 |
| 1.7. Oplysninger givet på et selskabs generalforsamling | 7 |
| 1.8. Forholdet mellem pressemeddelelser og fondsbørsmeddelelser | 8 |
| 1.9. Interne regler for handel – handelsvindue | 8 |
| 1.10. Manglende oplysninger om incitamentsprogram – supplerende fondsbørsmeddelelse | 9 |
| 1.11. Forholdet mellem usædvanlige aftaler og ekstraordinære bonusordninger | 9 |
| 1.12. Oplysninger i forbindelse med indførelse af ekstraordinære bonusordninger | 11 |
| 1.13. Usædvanlige aftaler for direktionen – manglende oplysninger i årsrapport | 12 |
| 1.14. Årsregnskabsmeddelelse – mangelfuld angivelse af forventninger til fremtiden | 12 |
| 1.15. Anmodning om fristforlængelse for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse – imødekommelse | 13 |
| 1.16. Anmodning om fristforlængelse for offentliggørelse af halvårsrapport – imødekommelse | 13 |
| 1.17. Pengeinstitutters behandling af goodwill i årsrapporter | 14 |
| 1.18. Overgang til internationale regnskabsstandarder | 14 |
| | |
| 2. Overtagelsestilbud | 16 |
| 2.1. Mangelfuld omtale af aftaler indgået i forbindelse med offentliggørelse af overtagelsestilbud | 16 |
| 2.2. Fejlagtig fondsbørsmeddelelse om aktiebesiddelse offentliggjort forud for tilbudspanens udløb | 17 |
| 2.3. Frivilligt overtagelsestilbud – fastsættelse af tilbudskurs | 18 |
| | |
| 3. Notering | 21 |
| 3.1. Fusion med unoteret datterselskab med datterselskabet som det fortsættende børsnoterede selskab | 21 |
| 3.2. Afnotering fra Københavns Fondsbørs – Fondsbørsens praksis | 21 |
| 3.3. Anmodning om afnotering fra Københavns Fondsbørs | 23 |

1. Oplysningsforpligtelser

1.1. Tidspunkt for oplysningspligtens indtræden – ændrede resultatforventninger

Det fremgik af et børsnoteret selskabs årsregnskabsmeddelelse, at selskabets realiserede resultat efter skat var væsentligt dårligere end selskabets tidligere offentliggjorte forventninger. Det fremgik af årsregnskabsmeddelelsen, at ændringen i forhold til det tidligere oplyste var sket med baggrund i en kritisk vurdering af de aktuelle og fremtidige konjunkturer i de segmenter og på de markeder, hvor på selskabet opererede. Det fremgik endvidere, at der afledt af den økonomiske usikkerhed i den aktuelle situation var en tilbageholdende adfærd hos selskabets kunder.

Selskabet havde to dage før regnskabsårets afslutning nedjusteret forventningerne til årets resultat.

Efter anmodning fra Københavns Fondsbørs redegjorde selskabet for en række forhold relateret til det realiserede resultat i forhold til selskabets tidligere udmeldinger.

Københavns Fondsbørs måtte forstå selskabets redegørelse således, at selskabet helt frem til det bestyrelsesmøde, hvor årsregnskabet blev behandlet, var af den opfattelse, at selskabet ikke havde grundlag for at ændre på sine offentliggjorte udmeldinger til resultatforventningerne.

Fondsbørsen gjorde selskabet opmærksom på, at det er af afgørende betydning for markedet og markedets tillid til børsnoterede selskaber, at selskaberne opfylder deres oplysningspligt og er i stand til at give præcise og nøjagtige informationer til markedet. 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 kurs-

dannelsen på selskabets værdipapirer. Indtræder der således væsentlige ændringer i et selskabs forventede udvikling i forhold til de udmeldinger, selskabet senest har offentliggjort, 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.

Det forudsættes således, at børsnoterede selskaber har rapporteringssystemer og interne styringssystemer, som er tilstrækkelige til at sikre, at selskabet kan overholde de forpligtelser, der gælder for børsnoterede selskaber.

Københavns Fondsbørs tog selskabets oplysninger til efterretning og noterede selskabets oplysning om, at der løbende skete en omfattende økonomisk rapportering, og at denne rapportering var baseret på de til enhver tid aktuelle ledelsesmæssige beslutninger.

Fondsbørsen fandt det beklageligt, at selskabet først tre måneder efter regnskabsårets afslutning var i stand til at træffe de beslutninger, der viste sig at have så væsentlig indflydelse på årets resultat.

1.2. Offentliggørelse via nyhedsformidler forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet havde fået en stor ordre. Fondsbørsmeddelelsen indeholdt oplysninger om, hvem der havde afgivet ordren, og hvilken værdi kontrakten havde for selskabet.

Cirka 40 minutter forud for offentliggørelsen af fondsbørsmeddelelsen bragte en elektronisk nyhedsformidler oplysninger om indgåelsen af den pågældende ordre.

Københavns Fondsbørs tog kontakt til selskabet, og selskabet oplyste over for Fondsbørsen, at et læk af informationer fra det selskab, der havde afgivet ordren, havde gjort

det muligt for den elektroniske nyhedsformidler at bringe oplysninger om ordren forud for offentliggørelsen af fondsbørsmeddelelsen via Københavns Fondsbørs.

Børsnoterede selskaber skal sikre, at alle får lige adgang til oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger skal offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med anden offentliggørelse. Dette følger af § 4 og § 11 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Københavns Fondsbørs beklagede over for selskabet, at det ikke havde gjort tilstrækkeligt for at hindre, at en elektronisk nyhedsformidler kunne bringe oplysninger om indholdet af en fondsbørsmeddelelse forud for dennes offentliggørelse.

1.3. Offentliggørelse på generalforsamling forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse om forløbet af sin ordinære generalforsamling.

Det fremgik af fondsbørsmeddelelsen, at selskabet på generalforsamlingen havde oplyst, at selskabet i første kvartal af det indeværende regnskabsår havde realiseret et ikke-revideret regnskabsmæssigt underskud, der betød, at selskabet pr. den pågældende dag havde tabt mere end halvdelen af sin aktiekapital, og at ledelsen blandt andet i lyset heraf nedjusterede forventningerne til årets resultat. På generalforsamlingen var det endvidere blevet oplyst, at selskabets ledelse forventede at have sikret en kapitaltilførsel på et nærmere angivet beløb inden regnskabsårets udgang, og at ledelsen havde sikret, at egenkapitalen ved regnskabsårets udgang ville være på mindst samme niveau som ved regnskabsårets indgang.

Københavns Fondsbørs anmodede selskabet om at redegøre for baggrunden for, at selskabets ledelse på generalforsamlingen tilsyneladende havde informeret om endnu ikke offentliggjorte kursrelevante forhold.

Selskabet oplyste over for Fondsbørsen, at selskabets bestyrelse havde holdt et møde umiddelbart forud for generalforsamlingen. På dette møde blev der blandt andet truffet beslutning om at nedjustere forventningerne til årets resultat. Bestyrelsen havde på sit møde også truffet beslutning om at sikre en kapitaltilførsel på et nærmere angivet beløb inden regnskabsårets udgang, og ledelsen havde sikret sig, at egenkapitalen ved regnskabsårets udgang ville være på mindst samme niveau som ved regnskabsårets indgang.

Selskabet oplyste endvidere, at selskabets ledelse havde orienteret om disse forhold på generalforsamlingen, der startede kl. 16.00 – umiddelbart efter afholdelsen af bestyrelsesmødet. Oplysningerne blev ved en fejl fra selskabets side først offentliggjort i en fondsbørsmeddelelse kl. 18.29 – umiddelbart efter generalforsamlingens afholdelse.

Københavns Fondsbørs gjorde selskabet opmærksom på, at et børsnoteret selskab straks skal offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer. Dette følger af oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs § 16 og af værdipapirhandelslovens § 27.

Alle forhold omfattet af selskabets oplysningspligt skal straks offentliggøres via Københavns Fondsbørs, og offentliggørelse via Københavns Fondsbørs skal altid ske senest samtidig med anden offentliggørelse. Forhold, der er omfattet af oplysningspligten, skal offentliggøres via Københavns Fondsbørs, når beslutningen reelt er truffet. Dette

følger af oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs § 11.

Såfremt et selskab på forhånd har kendskab til, at der på generalforsamlingen vil fremkomme oplysninger af betydning for kursdannelsen, eksempelvis oplysninger om ændrede forventninger til udviklingen for et regnskabsår eller oplysninger om selskabets økonomiske forhold i den forløbne del af regnskabsåret, skal en fondsbørsmeddelelse indeholdende disse oplysninger offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med generalforsamlingens begyndelse. Det fremgår af § 34 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

De oplysninger, som selskabet havde givet på generalforsamlingen, var efter Fondsbørsens opfattelse egnet til påvirke kursdannelsen på selskabets værdipapirer og skulle således have været offentliggjort via Københavns Fondsbørs umiddelbart efter bestyrelsesmødets afholdelse og inden selskabets ledelse informerede herom på generalforsamlingen.

Københavns Fondsbørs påtalte over for selskabet, at selskabet ikke havde offentliggjort disse oplysninger umiddelbart efter bestyrelsesmødets afholdelse og inden selskabets ledelse informerede herom på generalforsamlingen.

Københavns Fondsbørs noterede sig i øvrigt, at det fremgik af selskabets brev til Fondsbørsen, at selskabet ville tage skridt til, at fejlen ikke kunne gentage sig.

1.4. Offentliggørelse via nyhedsformidler forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs

Det fremgik af en nyhedsformidlers hjemmeside, at et børsnoteret selskab måske var på vej med en nedjustering på omkring 400 mio. kr. Artiklen indeholdt udførlige oplysninger om den forventede nedjustering.

Senere samme dag offentliggjorde selskabet sin 3. kvartalsrapport, der blandt andet indeholdt en nedjustering af selskabets forventninger til driftsresultatet på 400 mio. kr.

Indtræder der væsentlige ændringer i et selskabs forventede udvikling i forhold til det allerede offentliggjorte, skal dette straks offentliggøres via Københavns Fondsbørs. Denne forpligtelse, der følger af § 31 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs, indtræder, selv om det ikke på det pågældende tidspunkt er muligt at fastslå det forventede resultat præcist. Det forudsættes således, at et børsnoteret selskab har rapporteringssystemer og interne styringssystemer, som er tilstrækkelige til at sikre, at selskabet kan overholde de forpligtelser, der gælder for børsnoterede selskaber.

Københavns Fondsbørs anmodede selskabet om at oplyse, nøjagtig hvornår ledelsen blev bekendt med, at selskabet ikke kunne leve op til de senest offentliggjorte resultatforventninger til 2003. Selskabet svarede, at det først på det bestyrelsesmøde, hvor 3. kvartalsrapporten blev behandlet, stod klart for ledelsen, at selskabet ikke kunne leve op til de senest offentliggjorte resultatforventninger til 2003, hvilket Fondsbørsen tog til efterretning.

Børsnoterede selskaber skal sikre, at alle får lige adgang til oplysninger om selskabet, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort. Kursrelevante oplysninger skal offentliggøres via Københavns Fondsbørs senest samtidig med anden offentliggørelse. Dette følger af § 4 og § 11 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Fondsbørsen anmodede selskabet om at oplyse, hvordan udførlige oplysninger om selskabets nedjustering kunne fremgå af en nyhedsformidlers hjemmeside forud for offentliggø-

relsen af selskabets 3. kvartalsrapport 2003, hvori nedjusteringen var indeholdt. Hertil svarede selskabet, at det havde foranstaltet en undersøgelse af, hvorledes udførlige oplysninger om selskabets nedjustering på 400 mio. kr. kunne fremgå af en nyhedsformidlers hjemmeside forud for offentliggørelsen af selskabets 3. kvartalsrapport 2003. Denne undersøgelse havde ikke resulteret i en afklaring, hvorfor selskabet ikke kunne redegøre for, hvordan denne information var kommet til den pågældende nyhedsformidlers vidende.

Københavns Fondsbørs beklagede over for selskabet, at selskabet ikke havde været i stand til at hindre, at udførlige oplysninger om selskabets nedjustering på 400 mio. kr. kunne fremgå af en nyhedsformidlers hjemmeside forud for offentliggørelsen af selskabets 3. kvartalsrapport 2003, hvori nedjusteringen var indeholdt.

Fondsbørsen noterede i den forbindelse selskabets oplysning om, at selskabet havde ændret procedurerne, således at langt færre personer fremover ville få kendskab til fortrolige oplysninger, og at det var blevet indskærpet, hvorledes fortrolig information skulle behandles.

1.5. Offentliggørelse i pressemeddelelse forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs

Et børsnoteret selskab udsendte en pressemeddelelse med overskriften "international million-ordre".

Af pressemeddelelsen fremgik blandt andet, at selskabet så ordren "som et gennembrud inden for den internationale detailhandel", og at ordren havde en værdi af et tocifret millionbeløb for selskabet. Det fremgik endvidere, at kontrakten lige var underskrevet.

Efter udsendelsen af pressemeddelelsen steg kursen på selskabets aktier med cirka 14%.

Københavns Fondsbørs kontaktede selskabet, og det blev aftalt, at selskabet straks skulle offentliggøre informationer om den opnåede millionordre via Københavns Fondsbørs. Formålet hermed var straks at få de oplysninger, der havde udløst kursstigningen i selskabets aktier, gjort tilgængelig for markedet.

Selskabet offentliggjorde senere samme dag indholdet af pressemeddelelsen ledsaget af et par bemærkninger, herunder at millionordren var indeholdt i selskabets senest udmeldte forventninger, og at ordren havde været omtalt tidligere.

Københavns Fondsbørs kunne konstatere, at selskabet ikke havde offentliggjort oplysninger om millionordren via Københavns Fondsbørs forud for offentliggørelsen af selskabets fondsbørsmeddelelse. Oplysninger om millionordren var således ikke tidligere offentliggjort via Københavns Fondsbørs, hvilket selskabets fondsbørsmeddelelse ellers syntes at indikere.

Et børsnoteret selskab skal straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer. Offentliggørelse via Københavns Fondsbørs skal ske senest samtidig med anden offentliggørelse. Dette følger af oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs § 11 og § 16 og af værdipapirhandelslovens § 27.

Københavns Fondsbørs meddelte selskabet, at selskabets pressemeddelelse efter sit indhold og sin ordlyd efter Fondsbørsens opfattelse var egnet til at påvirke kursen på selskabets aktier. Dette blev understøttet af kursstigningen i selskabets aktier efter udsendelsen af pressemeddelelsen.

I det omfang selskabet havde vurderet, at millionordren ikke var omfattet af selskabets pligt til at informere markedet, var det efter

Fondsbørsens opfattelse vildledende, at selskabet havde udsendt en pressemeddelelse, der som følge af sit indhold og sin ordlyd påvirkede kursen på selskabets aktier.

Københavns Fondsbørs påtalte over for selskabet, at selskabet havde udsendt en pressemeddelelse, der efter sit indhold og sin ordlyd var egnet til at påvirke kursen på selskabets aktier, uden at disse oplysninger senest samtidig hermed var offentliggjort via Københavns Fondsbørs.

1.6. Offentliggørelse via hjemmeside forud for offentliggørelse via Københavns Fondsbørs

Det fremgik af et børsnoteret selskabs hjemmeside, at selskabet ville modtage en større ordre.

Børsnoterede selskaber skal straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer. Offentliggørelse skal ske, når beslutningen reelt er truffet. I situationer, hvor beslutning ikke er truffet, men hvor der er 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 følger af § 16 og § 11 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. Hvis der er risiko for, at kursrelevante oplysninger er kommet eller kommer til uvedkommendes kundskab, skal der som udgangspunkt ske offentliggørelse heraf.

Københavns Fondsbørs kontaktede på den baggrund selskabet, der umiddelbart herefter offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at en potentiel kundes pressemeddelelse fejlagtigt havde været tilgængelig på selskabets hjemmeside, hvilket kunne give anledning til tvivl om, hvorvidt selskabet hav-

de modtaget en ordre. Selskabet understregede, at det ikke havde modtaget en fast og ubetinget ordre, og at selskabet ville offentliggøre en fondsbørsmeddelelse, såfremt dette måtte ske.

Københavns Fondsbørs beklagede over for selskabet, at oplysninger på selskabets hjemmeside kunne give markedet indtryk af, at selskabet havde indgået en ordre, der kunne antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets aktier.

1.7. Oplysninger givet på et selskabs generalforsamling

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse om forløbet af sin ordinære generalforsamling. Det fremgik af fondsbørsmeddelelsen, at selskabets bestyrelsesformand på generalforsamlingen havde orienteret "om fortrolige forhandlinger i forbindelse med tilførsel af nye aktiviteter til selskabet".

Børsnoterede selskaber skal sikre, at alle får lige adgang til væsentlige oplysninger, der kan antages at få betydning for kursdannelsen på selskabets værdipapirer, og skal sikre, at ingen uvedkommende får adgang til sådan information, før den er offentliggjort. Sådanne oplysninger må derfor ikke gives i udtalelser, interviews, på generalforsamlinger og lignende, uden at oplysningerne senest samtidig offentliggøres via Københavns Fondsbørs. Dette fremgår af § 4 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Københavns Fondsbørs anmodede derfor selskabet om straks at offentliggøre en fondsbørsmeddelelse indeholdende alle kursrelevante oplysninger, som måtte være fremkommet på selskabets generalforsamling.

Selskabet offentliggjorde samme dag en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at indholdet af fondsbørsmeddelelsen om forlø-

bet af generalforsamlingen kunne misforstås. Det fremgik endvidere, at selskabet cirka fem måneder før generalforsamlingen havde offentliggjort en fondsbørsmeddelelse, hvori det var oplyst, at selskabet søgte nye aktiviteter. På baggrund af denne fondsbørsmeddelelse havde selskabet fået en række henvendelser, og selskabets bestyrelsesformand havde på generalforsamlingen informeret om, at disse henvendelser indtil videre ikke havde ført til andet end indledende samtaler, og at der ikke var indledt egentlige forhandlinger.

Københavns Fondsbørs måtte forstå selskabets fondsbørsmeddelelse således, at der ikke på selskabets generalforsamling var blevet videregivet oplysninger af fortrolig karakter, således som angivet i fondsbørsmeddelelsen om forløbet af generalforsamlingen.

Fondsbørsen gjorde selskabet opmærksom på, at børsnoterede selskabers fondsbørsmeddelelser skal være nøjagtige, tydelige og fyldestgørende og skal formuleres på en måde, der giver umiddelbart grundlag for at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information. Dette følger af § 15 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Københavns Fondsbørs beklagede over for selskabet, at selskabets fondsbørsmeddelelse om forløbet af generalforsamlingen gav indtryk af, at der var fremkommet oplysninger af fortrolig karakter på selskabets generalforsamling, uden at oplysningerne senest samtidig hermed var offentliggjort via Københavns Fondsbørs.

1.8. Forholdet mellem pressemeddelelser og fondsbørsmeddelelser

Et børsnoteret selskab udsendte en pressemeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet var blevet valgt som leverandør af en udenlandsk koncern.

Således som pressemeddelelsen var formuleret, kunne markedet efter Københavns Fondsbørs' opfattelse få det indtryk, at der var tale om oplysninger, der kunne påvirke kursen på selskabets aktier. Sådanne oplysninger skal altid offentliggøres via Københavns Fondsbørs i form af en fondsbørsmeddelelse.

Som følge heraf anmodede Fondsbørsen selskabet om at foranledige, at de pågældende oplysninger straks blev offentliggjort via Fondsbørsen, hvilket skete umiddelbart herefter.

Københavns Fondsbørs beklagede over for selskabet, at selskabet havde udsendt en pressemeddelelse, der efter sit indhold kunne give markedet indtryk af, at der var tale om kurspåvirkende oplysninger, uden at disse oplysninger senest samtidig hermed var offentliggjort via Københavns Fondsbørs.

Fondsbørsen noterede selskabets oplysning om, at selskabet ville sikre, at en tilsvarende situation ikke kunne opstå i fremtiden.

1.9. Interne regler for handel – handelsvindue

Et børsnoteret selskab havde ændret sine interne regler for ledelsens handel med selskabets aktier og fremsendte i den forbindelse en kopi af de ændrede regler til Københavns Fondsbørs.

Det fremgik af de interne regler, at ledelsen havde adgang til at handle med selskabets aktier i en periode på fire uger efter offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelser, delårsrapporter eller andre tilsvarende meddelelser af regnskabsmæssig karakter indeholdende oplysninger om selskabets aktivitet og resultat for en given periode.

Det følger af § 9 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs, at børsnoterede selskaber skal udarbejde interne regler for ledelsens handel med selskabets aktier og dertil knyttede finansielle

kontrakter. De interne regler skal indeholde en periode, inden for hvilken de pågældende personer må handle. Denne periode – det såkaldte handelsvindue – må maksimalt fastsættes til seks uger efter hver offentliggjort delårsrapport eller årsregnskabsmeddelelse. Hvert enkelt selskab bør nøje overveje hvilket handelsvindue, der er behov for, og Fondsbørsen anbefaler, at handelsvinduet fastsættes til maksimalt fire uger efter hver offentliggjort delårsrapport eller årsregnskabsmeddelelse.

Det er i den forbindelse vigtigt at være opmærksom på, at det generelle forbud mod at handle med intern viden også gælder for de pågældende personer i de perioder, hvor det i øvrigt er tilladt at handle.

Det fremgik af en tidligere ordlyd af § 9, at et handelsvindue også kunne åbnes efter offentliggørelsen af en “anden tilsvarende meddelelse af regnskabsmæssig karakter indeholdende oplysninger om selskabets aktivitet og resultat for en given periode”. Denne ordlyd blev ændret, idet forståelsen af begrebet “anden tilsvarende meddelelse af regnskabsmæssig karakter” gav anledning til tvivl blandt selskaber og rådgivere om hvilke fondsbørsmeddelelser, der åbnede handelsvinduer.

Københavns Fondsbørs gjorde selskabet opmærksom på, at et handelsvindue i henhold til § 9 alene kan åbnes efter en offentliggjort delårsrapport eller årsregnskabsmeddelelse. Fondsbørsen anmodede derfor selskabet om at ændre sine interne regler, således at det fremover kom til at fremgå, at der alene blev åbnet handelsvinduer efter offentliggjorte delårsrapporter og årsregnskabsmeddelelser.

1.10. Manglende oplysninger om incitamentsprogram – supplerende fondsbørsmeddelelse

Et børsnoteret selskab offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse om udstedelse af aktietegningsoptioner til selskabets ledelse og medarbejdere. Det fremgik af fondsbørsmed-

delelsen, at aktietegningsoptionerne gav ret til tegning af et nærmere angivet antal aktier svarende til 4,1% af selskabets nuværende aktiekapital.

Det fremgik derimod ikke af fondsbørsmeddelelsen, hvorledes de tildelte aktietegningsoptioner var opdelt på henholdsvis bestyrelse, direktion, ledende medarbejdere og medarbejdere i øvrigt, samt hvilke målsætninger, der var lagt til grund for tildelingen. Der var endvidere ikke redegjort for de konkrete betingelser, der skulle være opfyldt for, at aktietegningsoptionerne kunne udnyttes, og fondsbørsmeddelelsen indeholdt ikke oplysning om markedsværdien af udstedelsen af aktietegningsoptionerne, herunder en beskrivelse af hvorledes markedsværdien var opgjort og de væsentligste forudsætninger herfor.

Disse og en række andre detaljerede informationer om indførelse af incitamentsprogrammer har markedets interesse, da de gør det muligt at vurdere, hvorledes incitamentsprogrammerne er sammensat, og hvilken værdi de har. Københavns Fondsbørs har konkretiseret hvilke oplysninger, markedet skal have om incitamentsprogrammer, i § 19 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Københavns Fondsbørs anmodede derfor selskabet om snarest muligt at offentliggøre en supplerende fondsbørsmeddelelse. Selskabet offentliggjorde herefter en fondsbørsmeddelelse indeholdende de manglende informationer om aktietegningsoptionerne.

1.11. Forholdet mellem usædvanlige aftaler og ekstraordinære bonusordninger

Københavns Fondsbørs blev anmodet om at udtale sig om, hvornår et børsnoteret selskab skulle offentliggøre en bonusaftale, som selskabet påtænkte at indgå med sin direktion. Ifølge det oplyste, ville bonusaftalen kun få betydning, såfremt selskabets hovedaktionær besluttede sig for at afhænde sin majoritets-

post, og såfremt et salg faktisk blev gennemført.

Fondsbørsen udtalte i den forbindelse, at oplysninger om et børsnoteret selskabs ledelse generelt har stor betydning for markedets og aktionærernes vurdering af selskabet, herunder har det også markedets interesse at kende de forhold og incitament, der kan ligge til grund for ledelsens beslutninger i forskellige situationer. Dette er baggrunden for, at Fondsbørsen har fastsat oplysningsforpligtelser relateret til ledelsen og de forhold, den arbejder under.

Et børsnoteret selskabs årsrapport skal således indeholde en beskrivelse af selskabets eventuelle usædvanlige aftaler for bestyrelse og direktion, herunder en beskrivelse af eventuelle aftaler om godtgørelser og lignende. Dette følger af § 18, stk. 2, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. Omfattet af stk. 2 er eksempelvis aftaler om særligt favorable fratrædelsesordninger i henseende til opsigelsesvarsel, ekstraordinære godtgørelser i forbindelse med selskabets overtagelse og lignende samt pensionsordninger, der må anses for særligt favorable.

Eventuelle ekstraordinære bonusordninger og lignende til et børsnoteret selskabs bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere skal offentliggøres straks. Det følger således af § 19, stk. 3, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs, at såfremt et børsnoteret selskab beslutter at indføre ekstraordinære bonusordninger og lignende til sin bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere i øvrigt, skal det væsentligste indhold af ordningen straks offentliggøres via Københavns Fondsbørs.

Udgangspunktet er således, at aftaler omfattet af § 18, stk. 2, skal beskrives og offentliggøres i selskabets årsrapport, og at aftaler omfattet af § 19, stk. 3, skal beskrives og offentliggøres

straks. Fondsbørsen er opmærksom på, at der kan være grænsetilfælde mellem disse typer af aftaler. Dette kan medføre, at aftaler, som umiddelbart vurderes som omfattet af § 18, stk. 2, som følge af indeholdte bonuselementer skal offentliggøres straks ved indgåelsen.

Oplysninger i henhold til § 18, stk. 2, og § 19, stk. 3, skal være så udførlige, at investorer og øvrige markedsdeltagere kan foretage en vurdering af kriterierne for den pågældende aftale eller bonusordning og få en indikation af størrelsen eller størrelsesordenen af et eventuelt fremtidigt udbetalt beløb.

I relation til de usædvanlige aftaler, hvis indhold selskabet ikke har pligt til at offentliggøre straks ved indgåelsen, skal det bemærkes, at det i høj grad har markedets interesse at kende de forhold og incitament, der kan ligge til grund for ledelsens beslutninger i særlige situationer, og behovet for sådanne oplysninger aktualiseres yderligere, hvis det enkelte ledelsesmedlem kan opnå økonomiske fordele afhængigt af hvilken beslutning, det er med til at træffe. Sådanne forhold vil ofte være kursrelevante, selv om forholdet i andre sammenhænge ikke kan anses som væsentlige og i øvrigt ikke har betydning for selskabets økonomiske situation.

Er et børsnoteret selskab genstand for et offentligt overtagelsestilbud, foreligger der en særlig situation, og selskabet er i en sådan situation forpligtet til at offentliggøre eventuelle aftaler om forhold og incitament, der kan indvirke på ledelsens beslutninger i forbindelse med overtagelsestilbudet. I en overtagelsessituation skal det pågældende selskab således informere markedet om kriterierne for den pågældende aftale og give en indikation af størrelsen eller størrelsesordenen af et eventuelt fremtidigt udbetalt beløb.

Københavns Fondsbørs måtte forstå forespørgslen således, at den aftale, som det på-

gældende selskab påtænkte at indgå med sin direktion, alene var omfattet af § 18, stk. 2. Aftalen skulle derfor beskrives i selskabets førstkommende årsrapport.

Hvis der forud for årsrapportens offentliggørelse blev offentliggjort et overtagelsestilbud på det pågældende selskab, ville selskabet i forbindelse med overtagelsestilbudet skulle offentliggøre oplysninger om den indgæede aftale.

Oplysninger om den usædvanlige aftale skulle i alle tilfælde være så udførlige, at investorer og øvrige markedsdeltagere kunne foretage en vurdering af kriterierne for den pågældende aftale og få en indikation af størrelsen eller størrelsesordenen af et eventuelt potentielt udbetalt beløb.

1.12. Oplysninger i forbindelse med indførelse af ekstraordinære bonusordninger

Det fremgik af et børsnoteret selskabs halvårsrapport 2002, at bestyrelsen havde indført en ny incentiveordning for selskabets direktion.

På forespørgsel fra Københavns Fondsbørs oplyste selskabet, at indholdet af bonusordningen blev godkendt på et bestyrelsesmøde nogle måneder forud for halvårsrapportens offentliggørelse. Selskabet havde ikke fundet, at den nye bonusordning var væsentlig anderledes end en bonusordning, der blev indført for selskabets direktion nogle år forinden. Selskabet oplyste endvidere, at den tidligere bonusordning, hvis størrelse blev aftalt i relation til konkrete aktiviteter i selskabet, ikke blev betragtet som så ekstraordinær, at der skulle tilgås børsmarkedet separat information herom. Selskabet havde således ikke informeret markedet om det væsentligste indhold af den tidligere bonusordning til selskabets direktion.

Fondsbørsen gjorde selskabet opmærksom på, at såfremt det besluttes at indføre ekstra-

ordinære bonusordninger og lignende til et selskabs bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere i øvrigt, skal det væsentligste indhold af ordningen straks offentliggøres via Københavns Fondsbørs. Dette følger af § 19, stk. 3, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. En sådan beslutning skal således offentliggøres, så snart beslutningen reelt er truffet.

Fondsbørsen gjorde endvidere selskabet opmærksom på, at fondsbørsmeddelelser skal være nøjagtige, tydelige og fyldestgørende og skal formuleres på en måde, der giver umiddelbart grundlag for at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information, hvilket følger af § 15 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. Oplysninger om en indført ekstraordinær bonusordning til et selskabs direktion skal således indeholde tilstrækkelige oplysninger til, at investorer og øvrige markedsdeltagere kan foretage en vurdering af kriterierne for den pågældende bonusordning og dermed få en indikation af størrelsen eller størrelsesordenen af en eventuelt udbetalt bonus.

Ifølge selskabets årsrapport 2002 var værdien af den realiserede bonus til selskabets direktion godt ni gange så stor som det beløb, selskabets direktion havde modtaget i løn for det pågældende år. Den indførte incentiveordning for selskabets direktion var således efter Fondsbørsens opfattelse ekstraordinær.

Københavns Fondsbørs påtalte over for selskabet, at selskabet ikke straks, den nye incentiveordning til selskabets direktion blev godkendt af selskabets bestyrelse, offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, der beskrev det væsentligste indhold af denne ekstraordinære bonusordning.

Fondsbørsen fandt samtidig anledning til at beklage over for selskabet, at selskabets

beskrivelse af incentiveordningen ikke indeholdt en udførlig angivelse af kriterierne for den pågældende bonusordning.

1.13. Usædvanlige aftaler for direktionen – manglende oplysninger i årsrapport

Det fremgik af et børsnoteret selskabs fondsbørsmeddelelse, at selskabet havde en fratrædelsesordning med den administrerende direktør, der blandt andet indebar, at den administrerende direktør, såfremt bestyrelsen opsagde eller ophævede hans kontraktforhold, uden at han havde misligholdt kontrakten, kunne kræve et beløb svarende til 36 måneders vederlag inklusive blandt andet bonus for frasalg af virksomheder.

Et børsnoteret selskabs årsrapport skal indeholde en beskrivelse af selskabets eventuelle usædvanlige aftaler for bestyrelse og direktion, herunder en beskrivelse af eventuelle aftaler om godtgørelser og lignende. Dette følger af § 18, stk. 2, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. Omfattet af stk. 2 er eksempelvis aftaler om særligt favorable fratrædelsesordninger i henseende til opsigelsesvarsel, ekstraordinære godtgørelser i forbindelse med selskabets overtagelse og lignende, samt pensionsordninger der må anses for særligt favorable. Oplysninger i henhold til § 18, stk. 2, skal være så udførlige, at investorer og øvrige markedsdeltagere kan foretage en vurdering af kriterierne for den pågældende aftale eller bonusordning og få en indikation af størrelsen eller størrelsesordenen af et eventuelt fremtidigt udbetalt beløb.

Den pågældende fratrædelsesordning var ikke beskrevet i selskabets årsrapport 2002.

Efter anmodning fra Københavns Fondsbørs oplyste selskabet blandt andet, at den administrerende direktørs fratrædelsesordning i en række år havde indeholdt en fratrædelsesgodtgørelse på 36 måneders vederlag, inklusiv bonus ved salg af virksomheder.

Efter Københavns Fondsbørs' opfattelse var selskabets fratrædelsesordning med den administrerende direktør at betragte som usædvanlig. En beskrivelse af fratrædelsesordningen skulle derfor have været indeholdt i selskabets årsrapport 2002 i medfør af § 18, stk. 2, i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. Fondsbørsen påtalte denne overtrædelse af selskabets oplysningspligt over for selskabet.

Københavns Fondsbørs noterede selskabets oplysning om, at en beskrivelse af fratrædelsesordningen ville fremgå af selskabets årsrapport 2003.

1.14. Årsregnskabsmeddelelse – mangelfuld angivelse af forventninger til fremtiden

Af et børsnoteret selskabs årsregnskabsmeddelelse var der for så vidt angik selskabets forventninger til fremtiden alene anført, at det samlede budget for det indeværende regnskabsår viste et lidt mindre resultat end det foregående år og dermed en forventet midlertidig nedgang i forrentningen af egenkapitalen.

For at give markedet den mest præcise information, som kan anvendes i vurderingen af selskabets aktier, 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.

Da det var Københavns Fondsbørs' opfattelse, at selskabets angivelse af forventningerne til fremtiden ikke var tilstrækkelig præcise,

anmodede Fondsbørsen selskabet om straks at offentliggøre en supplerende fondsbørsmeddelelse, hvori ledelsens forventninger til det indeværende regnskabsår blev præciseret.

Selskabet offentliggjorde herefter en fondsbørsmeddelelse, der præciserede forventningerne til det indeværende regnskabsår.

1.15. Anmodning om fristforlængelse for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse – imødekomme

Børsnoterede selskaber skal offentliggøre deres årsregnskabsmeddelelse senest tre måneder efter regnskabsårets afslutning. Dette følger af § 26 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Et børsnoteret selskab anmodede Københavns Fondsbørs om fristforlængelse for offentliggørelse af sin årsregnskabsmeddelelse for 2002 til en uge efter tremåneders fristens udløb. Baggrunden for anmodningen var, at en offentlig myndighed på dagen for tremåneders fristens udløb forventede at træffe en afgørelse om en række konkrete forhold i det pågældende selskab. Selskabet forventede, at afgørelsen ville få væsentlig indflydelse på selskabets kapitalforhold og dermed også på selskabets fremtidige indtjening. Afgørelsen forventede dels at indebære en regnskabsmæssig efterregulering for årene 2000 og 2001 dels at øve væsentlig indflydelse på det regnskab, der skulle aflægges for 2002.

Københavns Fondsbørs kan i særlige tilfælde dispensere fra tremåneders fristen i § 26. Dette følger af § 2 i del V i regler for notering på Københavns Fondsbørs.

Det var Fondsbørsens opfattelse, at selskabets anmodning havde en helt særlig og konkret begrundelse. Fondsbørsen imødekom derfor selskabets anmodning om fristforlængelse, således at selskabets årsregnskabsmeddelelse kunne offentliggøres en uge efter fristens udløb.

Det var en forudsætning for Fondsbørsens dispensation, at selskabet var i stand til at offentliggøre sin årsregnskabsmeddelelse inden udløbet af de tre måneder, såfremt den offentlige myndighed ikke traf den ventede afgørelse. Det var endvidere en forudsætning for dispensationen, at selskabet offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen forventedes udskudt til en uge efter fristens udløb. Baggrunden for udskydelsen skulle angives i fondsbørsmeddelelsen, hvoraf det tillige skulle fremgå, at årsregnskabsmeddelelsen ville blive offentliggjort inden fristens udløb, såfremt den offentlige myndighed ikke traf den ventede afgørelse. Fondsbørsmeddelelsen skulle offentliggøres senest en uge før den dag, hvor selskabet ifølge sin finanskalender skulle have offentliggjort årsregnskabsmeddelelsen.

Tre uger inden tremåneders fristens udløb offentliggjorde selskabet en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det blandt andet fremgik, at offentliggørelsen af årsregnskabsmeddelelsen forventedes udskudt. Afgørelsen blev truffet som forventet, og selskabets årsregnskabsmeddelelse blev offentliggjort en uge efter tremåneders fristens udløb.

1.16. Anmodning om fristforlængelse for offentliggørelse af halvårsrapport – imødekomme

Børsnoterede selskaber skal offentliggøre deres halvårsrapporter senest to måneder efter halvårsperiodens udløb, hvilket følger af § 25 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs.

Et børsnoteret selskab anmodede Københavns Fondsbørs om fristforlængelse for offentliggørelse af sin halvårsrapport til en uge efter fristens udløb. Baggrunden for anmodningen var, at selskabets udenlandske moderselskab havde udskudt offentliggørelsen af sin halvårsmeddelelse til en uge efter fristens udløb. Da moderselskabets aktier var noteret på flere udenlandske børser, og da det danske børsno-

terede selskab med de dertil knyttede selskab-er udgjorde en betydelig del af moderselskabets aktiviteter, ville det være i strid med de for moderselskabet gældende børsregler, hvis det danske selskab offentliggjorde sin halvårsrapport før moderselskabet.

Ifølge § 2 i del V i regler for notering på Københavns Fondsbørs kan Fondsbørsen i særlige tilfælde dispensere fra tomåneders fristen i § 2.5.

Det var Fondsbørsens opfattelse, at selskabets anmodning var helt særlig og konkret og kunne begrunde en fristforlængelse. Fondsbørsen imødekom på den baggrund selskabets anmodning, således at selskabets halvårsrapport for det pågældende år kunne offentliggøres en uge efter fristens udløb.

Det var en forudsætning for Fondsbørsens dispensation, at selskabet offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at offentliggørelsen af halvårsrapporten forventedes udskudt til en uge efter fristens udløb. Baggrunden for udskydelsen skulle angives i fondsbørsmeddelelsen, der skulle offentliggøres senest en uge før den dag, hvor selskabet ifølge sin finanskalender skulle have offentliggjort halvårsrapporten.

Godt en måned før den dag, hvor selskabet ifølge sin finanskalender skulle have offentliggjort halvårsrapporten, offentliggjorde selskabet en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at offentliggørelsen af halvårsrapporten forventedes udskudt til en uge efter fristens udløb. Fondsbørsmeddelelsen indeholdt oplysninger om baggrunden for udskydelsen.

1.17. Pengeinstitutters behandling af goodwill i årsrapporter

Københavns Fondsbørs blev opmærksom på, at der var opstået tvivl om, hvorledes børsnoterede pengeinstitutter skal forholde sig til behandling af goodwill i deres årsrapporter.

Fondsbørsen fandt derfor anledning til at udtale følgende.

Det følger af § 27 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs, at årsrapporter, der aflægges af danske børsnoterede selskaber, herunder pengeinstitutter m.v. og forsikringsselskaber, til enhver tid skal leve op til den højeste standard for den kategori af virksomheder, selskabet tilhører. Årsrapporten skal følge udviklingen i god regnskabssskik og skal aflægges i overensstemmelse med almindeligt anerkendte danske regnskabsvejledninger. I skrivende stund var regnskabsvejledninger nr. 1, 3-4 og 6-20 (inklusiv) udstedt af Foreningen af Statsautoriserede Revisorer (FSR) anset for værende en nødvendig del af almindeligt anerkendte danske regnskabsvejledninger. I det omfang lov om banker og sparekasser, lov om forsikringsvirksomhed eller Finanstilsynet med tilhørende bekendtgørelser ikke fastlægger en anden praksis, skal pengeinstitutter m.v. og forsikringsselskaber følge de danske regnskabsvejledninger.

FSR's regnskabsvejledning nr. 18 foreskriver, at goodwill opstået ved virksomhedsovertagelser skal indregnes som et aktiv i balancen og afskrives i resultatopgørelsen over den økonomiske levetid. Finanstilsynets regler giver mulighed for enten at aktivere og afskrive goodwill eller at straksafskrive goodwill direkte over egenkapitalen.

FSR's regnskabsvejledninger skal følges af børsnoterede selskaber, og da regnskabsvejledning nr. 18 præciserer brugen af et bestemt regnskabsprincip, skal dette princip følges af børsnoterede pengeinstitutter m.v. og forsikringsselskaber.

1.18. Overgang til internationale regnskabsstandarder

EU's forordning om anvendelse af IAS/IFRS indebærer, at alle børsnoterede selskaber skal udarbejde koncernregnskaber i overensstemmelse med IAS/IFRS fra og med 2005.

For mange virksomheder vil en konvertering til internationale regnskabsstandarder være en omfattende proces.

Overgangen til ensartede regnskabsstandarder i EU har til formål at øge sammenligneligheden af regnskaber på tværs af landegrænser og øge gennemsigtigheden af finansielle informationer fra europæiske børsnoterede selskaber. Københavns Fondsbørs støtter disse intentioner og har derfor siden 2001 anbefalet børsnoterede selskaber at overveje at anvende internationale regnskabsstandarder. En række børsnoterede selskaber er allerede overgået til internationale regnskabsstandarder, og flere forventes at følge efter, før det bliver et egentligt krav.

En overgang til internationale regnskabsstandarder før 2005 vil indebære, at de pågældende selskabers regnskaber som udgangspunkt fuldt ud skal overholde tre regnskabsstandarder nemlig årsregnskabsloven, de danske regnskabsvejledninger og de internationale regnskabsstandarder. Baggrunden herfor er, at Fondsbørsens regler foreskriver, at børsnoterede selskabers regnskaber skal aflægges efter de danske regnskabsvejledninger fra Foreningen af Statsautoriserede Revisorer. For pengeinstitutter m.v. og forsikrings-selskaber gælder dog det forbehold, at de skal følge de danske regnskabsvejledninger, i det omfang lov om banker og sparekasser, lov om forsikringsvirksomhed eller Finanstilsynet med tilhørende bekendtgørelser ikke fastlægger en anden praksis.

Der kan i processen med en førtidig overgang til internationale regnskabsstandarder opstå mindre problemstillinger, som kan bevirke, at det i enkeltstående tilfælde ikke vil være muligt at aflægge regnskaber efter alle tre regnskabsstandarder.

Da Københavns Fondsbørs er positiv over for, at børsnoterede selskaber kan og vil overgå til regnskabsaflæggelse efter IAS/IFRS før 2005,

har Fondsbørsen generelt tilkendegivet, at i perioden indtil de nye internationale regnskabsstandarder skal anvendes, vil Fondsbørsen kunne tillade, at børsnoterede selskaber fuldt ud kan følge IAS/IFRS ved deres regnskabsaflæggelse.

Et selskab vil således konkret kunne ansøge Københavns Fondsbørs om tilladelse til ikke at aflægge regnskab efter de danske regnskabsvejledninger, men alene efter den danske årsregnskabslov og de internationale regnskabsstandarder. En ansøgning skal indeholde en gennemgang af betydningen for det pågældende selskab af ikke at overholde de danske regnskabsvejledninger. Generelt vil Fondsbørsen stille som betingelse for en tilladelse, at informationsniveauet i årsrapporten ikke bliver lavere, end hvis årsrapporten også havde været aflagt efter de danske regnskabsvejledninger.

Samtidig vil det være afgørende, at selskabet offentliggør de regnskabsmæssige konsekvenser – både bagud- og fremadrettet – ved alene at basere regnskabsaflæggelsen efter IAS/IFRS.

Fondsbørsen vil i behandlingen af en ansøgning om førtidig overgang til internationale regnskabsstandarder tage udgangspunkt i, at selskabets delårsrapporter ligeledes vil blive aflagt efter IAS/IFRS, således at der er konsistens i selskabets informationsniveau i løbet af året.

Det vurderes, at det som udgangspunkt ikke er sandsynligt, at en årsrapport aflagt efter IAS/IFRS vil være i strid med de danske regnskabsvejledninger. Således vil der næppe være konsekvenser af praktisk betydning, hvis årsrapporten alene aflægges efter IAS/IFRS og årsregnskabsloven.

2. Overtagelsestilbud

2.1. Mangelfuld omtale af aftaler indgået i forbindelse med offentliggørelse af overtagelsestilbud

En tilbudsgiver, som var et selskab noteret på Københavns Fondsbørs, fremsatte et overtagelsestilbud til aktionærerne i et børsnoteret selskab. Det fremgik af det offentliggjorte tilbudsdokument, at en række af selskabets aktionærer havde indgået aftaler med tilbudsgiveren om at afhænde alle A-aktierne og et nærmere angivet antal B-aktier, svarende til 26,7% af aktiekapitalen og 73,3% af stemmerne i selskabet, til en nærmere angiven kurs. Ifølge tilbudsdokumentet var aftalerne underlagt de samme betingelser som overtagelsestilbudet, og det var alene tilbudsgiver, der kunne vælge at frafalde disse betingelser.

Det fremgik af tilbudsdokumentet, at alle aftaler af betydning for overtagelsestilbudet, som tilbudsgiver havde kendskab til, var beskrevet i tilbudsdokumentet, og at tilbudsgiver på tidspunktet for fremsættelsen af overtagelsestilbudet ikke ejede aktier i selskabet.

Samtidig med offentliggørelsen af tilbudsdokumentet offentliggjorde tilbudsgiver en meddelelse i henhold til værdipapirhandelslovens § 29, hvoraf det fremgik, hvor mange A- og B-aktier tilbudsgiver havde erhvervet, ligesom det fremgik til hvilken kurs, aktierne var erhvervet. Det fremgik ikke af meddelelsen, på hvilket grundlag tilbudsgivers besiddelse var opgjort.

Tilbudsgiver offentliggjorde tillige en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det blandt andet fremgik, at tilbudsgiver havde erhvervet de omtalte aktier og tilbød at købe resten af aktierne i selskabet.

Det var Københavns Fondsbørs' opfattelse, at indholdet af tilbudsdokumentet og fondsbørsmeddelelserne skabte usikkerhed i markedet om indholdet af de indgåede aftaler og om til-

budsgivers besiddelsesforhold i selskabet på tidspunktet for overtagelsestilbudets fremsættelse. Fondsbørsen gjorde derfor tilbudsgiver opmærksom på, at der var behov for, at tilbudsgiver hurtigst muligt offentliggjorde en opklarende fondsbørsmeddelelse, der beskrev indholdet af de indgåede aftaler og oplyste om tilbudsgivers reelle besiddelsesforhold i selskabet.

Efter Fondsbørsens anmodning offentliggjorde tilbudsgiver en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det blandt andet fremgik, at aktieoverdragsaftalerne var bindende for de aktionærer, der var omfattet af aftalerne, uanset om et konkurrerende tilbud måtte fremkomme; et forhold der ikke fremgik af tilbudsdokumentet eller af de tidligere offentliggjorte fondsbørsmeddelelser. Det fremgik endvidere, at tilbudsgiver havde en ensidig ret til at gennemføre aktieoverdragsaftalerne.

For så vidt angik de øvrige aktionærer, fulgte det af tilbudsdokumentet, at alle accepter automatisk blev annulleret, hvis et konkurrerende overtagelsestilbud 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 overtagelsestilbud.

Værdipapirhandelsloven fastlægger tre børsretlige grundprincipper: Kravet om redelighed, kravet om lige behandling og kravet om gennemskuellighed. Disse grundprincipper har til formål at sikre alle markedsdeltagere en fair behandling.

Den generelle oplysningsforpligtelse følger af værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, og af § 16, stk. 1, i oplysningsforpligtelser af udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs. De generelle krav til indholdet af tilbudsdokumenter fremgår af værdipapirhandelslovens § 32, stk. 1, og af tilbuds bekendtgørelsens § 1, stk. 4.

Med udgangspunkt i disse regler har børsnoterede selskaber en forpligtelse til straks at offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen. Ved udarbejdelse af tilbudsdokumenter gælder det tilsvarende, at der heri skal gives oplysninger, der må anses for fornødne for, at aktionærene kan danne sig et velbegrundet skøn over tilbudet.

Det følger af § 15 i oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier på Københavns Fondsbørs, at meddelelser, der offentliggøres af børsnoterede selskaber, skal være nøjagtige, tydelige og fyldestgørende, og at de skal formuleres på en måde, der giver umiddelbart grundlag for at forstå indholdet og vurdere betydningen af den givne information.

Københavns Fondsbørs beklagede over for tilbudsgiver, at tilbudsdokumentet ikke indeholdt oplysning om det efter Fondsbørsens opfattelse væsentlige vilkår, at aktieoverdragelsesaftalerne var bindende for de aktionærer, der var omfattet af aftalerne, uanset om et konkurrerende tilbud måtte fremkomme. Desuden påtalte Københavns Fondsbørs over for tilbudsgiver, at den fondsbørsmeddelelse, som tilbudsgiver havde offentliggjort samtidig med overtagelsestilbudets offentliggørelse, ikke indeholdt oplysninger om dette vilkår.

Fondsbørsen fandt i den forbindelse anledning til at beklage over for tilbudsgiver, at tilbudsgivers § 29 meddelelse ikke indeholdt oplysninger om på hvilket grundlag, tilbudsgiver besad aktier i selskabet. Det fremgår således af § 2, stk. 2, i Erhvervs- og Selskabsstyrelsens bekendtgørelse nr. 386 af 29. maj 2000 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads, at § 29 meddelelser skal indeholde oplysning om besiddelsesgrundlaget.

2.2. Fejlagtig fondsbørsmeddelelse om aktiebesiddelse offentliggjort forud for tilbudsperiodens udløb

En tilbudsgiver, som var et selskab noteret på Københavns Fondsbørs, offentliggjorde et frivilligt overtagelsestilbud til aktionærene i et børsnoteret selskab. Overtagelsestilbudet løb i fire uger og var blandt andet betinget af, at tilbudsgiver opnåede accept af mere end 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet.

Umiddelbart forud for tilbudsperiodens udløb offentliggjorde tilbudsgiver en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at tilbudsgiver ikke havde opnået mere end 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, hvorfor tilbudsgiver forlængede tilbudsperioden med to uger.

Midt i den forlængede tilbudsperiode offentliggjorde tilbudsgiver en fondsbørsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at selskabet havde opnået accept på og aftale om at erhverve i alt 91% af aktiekapitalen og 97% af stemmerne i selskabet.

I en fondsbørsmeddelelse offentliggjort umiddelbart forud for den forlængede tilbudsperiodes udløb oplyste tilbudsgiver, at det ikke var korrekt, som meddelt i tilbudsgivers forrige fondsbørsmeddelelse, at tilbudsgiver havde opnået mere end 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, idet der var sket dobbeltregistreringer af en sælgende aktionærs aktiepost. Senere samme dag oplyste tilbudsgiver i en fondsbørsmeddelelse, at der var opnået accept på og aftale om at erhverve i alt 85% af aktiekapitalen og 95% af stemmerne i selskabet, og at tilbudsgiver forlængede tilbudsperioden i yderligere to uger.

I en redegørelse til Københavns Fondsbørs oplyste tilbudsgiver nærmere om baggrunden for indholdet af den fondsbørsmeddelelse, tilbudsgiver havde offentliggjort midt i den forlængede tilbudsperiode.

Fondsbørsen gjorde tilbudsgiver opmærksom på, at en tilbudsgiver senest to børsdage efter tilbudsperiodens udløb skal offentliggøre resultatet af overtagelsestilbudet. Af resultatet af overtagelsestilbudet skal antallet af modtagne accepter fremgå, og det skal fremgå, hvorvidt eventuelle betingelser knyttet til overtagelsestilbudet er opfyldt. For at give tilbudsgiver tid til at opføre det nøjagtige antal accepter og få overblik over, om eventuelle betingelser er opfyldt, skal resultatet af overtagelsestilbudet først offentliggøres senest to børsdage efter udløbet af tilbudsperioden. Tilbudsgiver havde desuagtet valgt at offentliggøre fondsbørsmeddelelsen om, at selskabet havde opnået accept på og aftale om at erhverve mere end 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, inden tilbudsperioden var udløbet.

Fondsbørsen gjorde tillige tilbudsgiver opmærksom på, at det er tilbudsgivers ansvar, at de informationer, der offentliggøres i forbindelse med afgivne overtagelsestilbud, er korrekte, og at der kan fæstes tillid til indholdet af disse oplysninger. En tilbudsgiver må således forventes – sammen med de rådgivere, tilbudsgiver måtte vælge at benytte – at være i stand til at sikre, at der ikke er fejl i offentliggjorte fondsbørsmeddelelser.

Fondsbørsen gjorde endelig tilbudsgiver opmærksom på, at Fondsbørsen fandt det beklageligt, at tilbudsgiver midt i den forlængede tilbudsperiode offentliggjorde en fondsbørsmeddelelse, der indeholdt fejlagtige oplysninger om tilbudsgivers aktiebesiddelse i selskabet. Fondsbørsens beklagelse skulle også ses i lyset af, at de pågældende informationer blev givet på et tidspunkt, hvor informationerne kunne medvirke til at presse aktionærerne til at acceptere overtagelsestilbudet, hvorved den relevante ejerandel kunne opnås.

2.3. Frivilligt overtagelsestilbud – fastsættelse af tilbudskurs

Københavns Fondsbørs blev kontaktet af en

tilbudsgiver, der planlagde at fremsætte et frivilligt overtagelsestilbud rettet til aktionærerne i et børsnoteret selskab. Tilbudsgiver havde til hensigt at lade den tilbudte kurs bestå dels af en kontant betaling dels af en variabel betaling. Størrelsen af den variable betaling ville afhænge af udfaldet af en række retssager, der kunne resultere i en forøgelse af egenkapitalen i det børsnoterede selskab. Da der var tale om retssager, der endnu ikke var afsluttet, og som muligvis ville blive anket, var det ikke muligt at forudsige, hvornår det ville blive endeligt afklaret, om egenkapitalen i selskabet ville blive forøget, og dermed hvornår en eventuel variabel betaling ville blive udbetalt.

I det tilbudsdokument, der skulle offentliggøres i forbindelse med tilbudets fremsættelse, ville tilbudsgiver angive størrelsen af den kontante betaling samt angive, at den variable betaling ville udgøre mellem nul kroner og et nærmere angivet beløb. Tilbudsdokumentet ville indeholde oplysninger om baggrunden for den valgte vederlagsstruktur og en beskrivelse af usikkerheden forbundet med størrelsen af den variable del af betalingen.

Af tilbudsdokumentet ville det endvidere fremgå, at afregning af den kontante betaling, der udgjorde den væsentligste del af den tilbudte ydelse, ville finde sted senest tre børsdage efter, at tilbudsgiver via Fondsbørsen meddelte, at overtagelsestilbudet blev gennemført. Afregning af den variable betaling ville ske senest tre børsdage efter, at retssagerne var endeligt afgjort.

I den konkrete sag opstod således spørgsmål, om et frivilligt overtagelsestilbud, hvor den tilbudte ydelse for en mindre dels vedkommende bestod af en variabel betaling, hvis størrelse først ville blive kendt – og som derfor først kunne udbetales – på et tidspunkt, der ikke på forhånd var kendt, og som lå efter udløbet af den i tilbudsdokumentet fastsatte tilbudsperiode, var i overensstem-

melse med tilbudsreglerne i værdipapirhandelsloven og i tilbudsbekendtgørelsen.

Et tilbudsdokument skal indeholde oplysning-er om tilbuddets økonomiske og andre vilkår, herunder frist for accept af tilbuddet, samt andre oplysninger, som må anses for fornødne for, at aktionærerne kan danne sig et velbe-grundet skøn over tilbuddet. Et tilbudsdocu-ment skal således blandt andet indeholde oplysning om den tilbudte kurs og tilbudspe-rioden. Det fremgår af tilbudsreglerne, at til-budsperioden skal udgøre minimum fire uger og maksimum 10 uger. Det er Fondsbørsens opfattelse, at tilbudsreglernes angivelse af et minimum og maksimum for en tilbudsperiode er et udtryk for, at tilbudsreglerne som ud-gangspunkt forudsætter, at aktionærerne i umiddelbar forlængelse af et overtagelsestil-buds gennemførelse modtager afregning for deres afgivne accept, og at overtagelses-tilbudet hermed afsluttes.

I tilbudsdokumenter, der offentliggøres i for-bindelse med frivillige overtagelsestilbud, skal det angives hvilken pris, tilbudsgiver vil er-hverve aktierne til, jævnfør tilbudsbekendtgørelsens § 3, stk. 3. Under hensyntagen til bestemmelserne om ligebehandling i tilbuds-bekendtgørelsens § 4 kan tilbudsgiver i for-bindelse med frivillige overtagelsestilbud som udgangspunkt selv fastsætte hvilken kurs, der skal tilbydes aktionærerne.

Ligebehandlingsprincippet i tilbudsbekendtgørelsens § 4 indebærer, at aktionærer inden for samme aktieklasser skal behandles lige. Tilbudsgiver må således ikke i tilbudsperioden indgå aftaler om køb eller salg af de aktier, der er omfattet af overtagelsestilbudet, hvis dette sker på mere fordelagtige vilkår end dem, der fremgår af det offentliggjorte over-tagelsestilbud, jævnfør tilbudsbekendtgør-elsens § 4, stk. 2. Såfremt tilbudsgiveren på tidspunktet for fremsættelsen af overtagelses-tilbudet ved, at tilbudsgiver i tilbudsperioden vil indgå eller forsøge at indgå aftaler med

enkelte aktionærer eller andre vedrørende køb og salg af aktier i det børsnoterede sel-skab – under respekt af § 4, stk. 2 – skal dette oplyses i tilbudsdokumentet.

Det er Københavns Fondsbørs' generelle op-fattelse, at den ydelse, som aktionærerne i et børsnoteret selskab bliver tilbudt i forbindelse med et frivilligt overtagelsestilbud, skal have en sådan fasthed, at de pågældende aktionæ-rer er i stand til at vurdere værdien af den ydelse, de bliver tilbudt.

Efter en samlet vurdering af de konkrete for-hold var det Københavns Fondsbørs' opfat-telse, at fremsættelsen af et overtagelsestilbud, som det var beskrevet af tilbudsgiver, var i overensstemmelse med de regler, der findes i værdipapirhandelsloven og i tilbudsbekendtgørelsen.

Fondsbørsen lagde ved sin vurdering blandt andet vægt på, at den kontante – og dermed kendte – del af betalingen udgjorde den væsentligste del af den ydelse, aktionærerne ville blive tilbudt, og at afregning af den kontante betaling ville finde sted umiddelbart efter tilbudsperiodens udløb.

Endvidere lagde Fondsbørsen vægt på, at den variable betaling ikke blev fastsat på baggrund af subjektive, skønsmæssige forhold, men at den variable betaling derimod blev fastsat på baggrund af objektive kriterier, idet tilbudsgiveren ikke selv var herre over de om-stændigheder, som var afgørende for stør-relsen af den variable betaling og tidspunktet for en eventuel udbetaling, da disse forhold skulle afgøres af uafhængige instanser.

Fondsbørsen lagde tillige vægt på, at der var en særlig usikkerhed forbundet med værdian-sættelsen af aktierne i det børsnoterede sel-skab som følge af en særlovgivning på det pågældende selskabs område. Det var denne særlovgivning, der gav anledning til retssager-ne, og selskabet havde ved flere lejligheder

informeret markedet om særlovgivningens indvirkning på selskabets økonomiske forhold og de i den forbindelse verserende retssager.

Desuden lagde Fondsbørsen vægt på, at tilbudsdokumentet ville indeholde udførlige oplysninger om den variable betaling, herunder baggrunden herfor, betingelserne for udbetaling, den minimale og den maksimale størrelse heraf samt usikkerheden forbundet hermed.

Københavns Fondsbørs tilkendegav samtidig over for tilbudsgiver, at da den variable del af betalingen ikke var kendt og kunne vise sig at være uden værdi, var det Fondsbørsens opfattelse, under henvisning til ligebehandlingsprincippet i tilbuds bekendtgørelsens § 4, stk. 2, at tilbudsgiver ikke i tilbudsperioden kunne indgå aftaler om køb af aktier til en kurs, der var højere end den kontante del af den tilbudte kurs, uden at tilbyde alle aktionærerne denne højere kurs.

3. Notering

3.1. Fusion med unoteret datterselskab med datterselskabet som det fortsættende børsnoterede selskab

Et børsnoteret selskab overvejede at gennemføre en fusion med sit unoterede datterselskab med datterselskabet som det fortsættende børsnoterede selskab, således at det børsnoterede selskab selskabsretligt ville blive opløst ved fusionen. Selskabet spurgte i den forbindelse Københavns Fondsbørs, om en sådan omvendt lodret fusion – med datterselskabet og ikke moderselskabet som det fortsættende selskab – ville få konsekvenser for selskabets børsnotering, herunder om det indebar en afnotering af det børsnoterede selskab og en nynotering af det fortsættende selskab.

Det blev oplyst, at det børsnoterede selskab var holdingselskab for datterselskabet, som var ejet 100%. Herudover bestod det børsnoterede selskabs balance af koncernens overskudslividitet. Koncernens drift blev varetaget af datterselskabet og de til dette selskab knyttede datterselskaber og associerede virksomheder.

Årsagen til ønsket om en omvendt lodret fusion var, at en sådan fusion ville være betydelig nemmere at gennemføre i datterselskabet og dets datterselskaber. En væsentlig del af koncernens aktiviteter var forbundet med et betydeligt antal godkendelser, licenser, rettigheder m.v., der ikke ville skulle ændres, såfremt datterselskabet blev det fortsættende selskab, hvorimod dette ville være nødvendigt, hvis moderselskabet blev det fortsættende selskab. Datterselskabet skulle som det fortsættende selskab have det allerede børsnoterede selskabs navn.

Det blev endvidere oplyst, at uanset om det var moderselskabet eller datterselskabet, som blev det fortsættende selskab, ville fusionen ikke ændre på koncernens samlede økonomis-

ke stilling. Endvidere ville der ikke ske ændring af selskabets ledelse, kapitalforhold eller lignende.

Efter det oplyste ville fusionen således i realiteten ikke ændre noget i forhold til selskabets aktionærer, og Københavns Fondsbørs fandt derfor ikke, at fusionen skulle have konsekvenser for selskabets notering på Fondsbørsen.

På Fondsbørsens anmodning offentliggjorde selskabet en fondsbørsmeddelelse indeholdende oplysninger om fusionen samt de fusionsdokumenter, der skulle udarbejdes i henhold til aktieselskabslovens regler.

3.2. Afnotering fra Københavns Fondsbørs – Fondsbørsens praksis

Københavns Fondsbørs har fundet anledning til at beskrive sin praksis for afnotering af værdipapirer fra Københavns Fondsbørs. De gældende bestemmelser herom findes i værdipapirhandelslovens § 25 og i betingelsesbekendtgørelsens § 30.

En fondsbørs kan bestemme, at et værdipapir skal slettes fra notering, såfremt den finder, at noteringen ikke længere er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse. Dette følger af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 1, og betingelsesbekendtgørelsens § 30, stk. 1.

Mister en udsteder rådigheden over sit bo, slettes dennes værdipapirer fra noteringen. Dette følger af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 2, og betingelsesbekendtgørelsens § 30, stk. 2.

Fremsætter en udsteder, hvis værdipapirer er noteret på en fondsbørs, anmodning om sletning fra noteringen, skal anmodningen tages til følge, medmindre fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse. Dette følger af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, og betingelsesbekendtgørelsens § 30, stk. 3.

En udsteder har ret til at få et værdipapir slettet fra noteringen på en fondsbørs, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs. Dette følger af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 4, og betingelsesbekendtgørelsens § 30, stk. 4.

Nedskriver et selskab aktiekapitalen, beslutter et selskab en spaltning, eller overtager det et andet selskab ved fusion, afgør fondsbørsen, om selskabets aktier fortsat kan være noteret. Dette følger af betingelsesbekendtgørelsens § 30, stk. 5.

Sker der på anden måde væsentlige ændringer i et selskab, herunder afgørende ændringer i ejerforholdene, i kapitalgrundlaget, i selskabets aktiviteter eller i selskabets ledelse, navn m.v., så fondsbørsen finder, at selskabet efter en samlet vurdering reelt fremtræder som et nyt selskab, afgør fondsbørsen, om selskabets aktier fortsat kan noteres. Dette følger af betingelsesbekendtgørelsens § 30, stk. 6.

I praksis opstår spørgsmålet om afnotering af værdipapirer fra Københavns Fondsbørs i fem hovedtyper af tilfælde, nemlig hvor

- selskabet går konkurs
- selskabet anmoder om at blive afnoteret, fordi der er opnået eller er sikkerhed for en 100%’s ejerkoncentration i selskabet
- selskabet anmoder om at blive afnoteret, fordi selskabet ophører med at eksistere, eksempelvis som følge af fusion eller likvidation
- selskabet anmoder om at blive afnoteret, fordi aktierne i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs
- selskabet i øvrigt anmoder om at blive afnoteret.

Fremsætter et børsnoteret selskab anmodning om sletning, skal anmodningen, jævnfør værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, tages til

følge, medmindre Fondsbørsen finder, at sletningen ikke er i investorernes, låntagernes eller værdipapirmarkedets interesse. Beslutning om afnotering i sådanne tilfælde træffes således af Københavns Fondsbørs.

Et børsnoteret selskab har i medfør af værdipapirhandelslovens § 25, stk. 4, ret til at få et værdipapir slettet fra noteringen, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til notering på en anden fondsbørs. Denne mulighed for afnotering gælder således kun i tilfælde, hvor afnotering er kombineret med samtidig notering på en fondsbørs og ikke på andre former for regulerede markeder. En anmodning om afnotering fra Københavns Fondsbørs kombineret med en samtidig optagelse til handel på en autoriseret markedsplads vil derfor blive bedømt efter værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3. Det forhold, at der efterfølgende vil ske optagelse til handel af de pågældende værdipapirer på en autoriseret markedsplads, vil ikke umiddelbart have relevans for vurderingen af, om der kan ske afnotering fra Københavns Fondsbørs.

Ved en anmodning om afnotering i henhold til værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, skal Fondsbørsen på baggrund af en konkret vurdering af selskabets forhold og den konkrete situation vurdere, om en afnotering vil tilside-sætte investorernes eller værdipapirmarkedets interesser.

I vurderingen af om der foreligger en tilside-sættelse af investorernes interesser, vil det blandt andet indgå, om der i forbindelse med afnoteringen foreligger en tilsidesættelse af minoritetsbeskyttelsehensyn, eller om en afnotering vil skaffe visse aktionærer eller andre en utilbørlig fordel på andre aktionærers eller selskabets bekostning.

I vurderingen af om der foreligger en tilside-sættelse af værdipapirmarkedets interesser, vil det blandt andet indgå, hvor mange udeståen-

de aktier og aktionærer der er i det pågældende selskab.

Modtager Københavns Fondsbørs en anmodning om afnotering i et tilfælde, hvor der forud for afnoteringen er sket eller vil ske en fuldstændig indløsning af minoriteten under anvendelse af og i overensstemmelse med reglerne i værdipapirhandelsloven eventuelt kombineret med en tvangsindløsning efter aktieselskabslovens regler, eller hvor selskabet ophører med at eksistere, kan der ikke siges at foreligge en tilsidesættelse af investorernes eller værdipapirmarkedets interesser. I tilfælde hvor der er opnået eller er sikkerhed for en 100%'s ejerkoncentration i et selskab som følge af tvangsindløsning, fusion eller likvidation, afnoterer Fondsbørsen således også selskabet uden videre.

Hvis der ikke er opnået eller er sikkerhed for en 100%'s ejerkoncentration, eller hvis selskabet ikke ophører med at eksistere, vil Fondsbørsen normalt stille som forudsætning for en afnotering, at selskabet har en betydelig ejerkoncentration. Fondsbørsen vil ved sin vurdering blandt andet lægge vægt på, om selskabets aktionærer er i en situation, hvor de i henhold til aktieselskabslovens regler kan forlange sig indløst, men også andre forhold, eksempelvis hvor mange udestående aktier der er, hvor mange aktionærer selskabet har og børsværdien af de udestående aktier.

Med henblik på at kunne foretage en vurdering af om en afnotering vil tilsidesætte investorernes eller værdipapirmarkedets interesser, anmoder Fondsbørsen i disse situationer selskabet om at tage spørgsmålet om afnotering op som et selvstændigt punkt på en generalforsamling. På basis af en udskrift af referatet fra generalforsamlingen om dette punkt vil Fondsbørsen foretage en vurdering af eventuelle kommentarer eller indvendinger. En generalforsamlingsbeslutning om afnotering fra Københavns Fondsbørs kan ikke i sig selv begrunde en afnotering.

Andre forhold vil efter omstændighederne kunne inddrages i Fondsbørsens vurdering.

I de situationer hvor Fondsbørsen ikke finder, at investorernes eller værdipapirmarkedets interesser kan danne grundlag for at nægte en afnotering, vil Fondsbørsen stille som forudsætning for en afnotering, at selskabet via et købstilbud sikrer, at selskabets aktionærer kan afhænde deres aktier frem til en afnotering på Københavns Fondsbørs. Dermed sikres minoritetsaktionærerne mulighed for at afhænde deres aktier med den viden, at selskabet efterfølgende afnoteres fra Københavns Fondsbørs.

Fondsbørsens praksis for afnotering efter værdipapirhandelsloven § 25, stk. 3, afspejler således hensynet til investorernes og til værdipapirmarkedets interesser.

3.3. Anmodning om afnotering fra Københavns Fondsbørs

Et børsnoteret selskabs bestyrelse anmodede Københavns Fondsbørs om, at selskabets aktier blev afnoteret fra Københavns Fondsbørs. Hensigten var, at aktierne efter en eventuel afnotering skulle optages til handel på en autoriseret markedsplads.

Selskabet havde tre hovedaktionærer, der tilsammen ejede knap 90% af stemmerne, og havde derudover cirka 2.300 navnenoterede aktionærer.

Selskabet havde afholdt en ekstraordinær generalforsamling, hvor et punkt på dagsordenen var et forslag om, at generalforsamlingen bemyndigede bestyrelsen til at søge om afnotering af selskabets aktier fra Københavns Fondsbørs, hvis bestyrelsen fandt dette hensigtsmæssigt. 68,49% af den samlede aktiekapital var repræsenteret på den ekstraordinære generalforsamling, hvor forslaget om afnotering kom til afstemning. For forslaget stemte 129 aktionærer med i alt 286.281 stemmer svarende til 98,87% af de afgivne

stemmer. Imod forslaget stemte 30 aktionærer med i alt 3.219 stemmer svarende til 1,11% af de afgivne stemmer. En aktionær stemte blankt, mens to aktionærer med 14.272 stemmer undlod at stemme.

Efterfølgende havde selskabet afholdt en ordinær generalforsamling, hvor formanden i sin beretning blandt andet oplyste, at selskabet ville benytte sin bemyndigelse til at anmode om afnotering af selskabets aktier fra Københavns Fondsbørs.

Københavns Fondsbørs behandlede anmodningen om afnotering i henhold til værdipapirhandelslovens § 25, stk. 3, og med udgangspunkt i Fondsbørsens praksis for afnotering.

- Idet selskabet på tidspunktet for en ønsket afnotering havde cirka 2.300 navnenoterede aktionærer,
- idet selskabet ikke havde en hovedaktionær, der ejede mere end 90% af aktiekapitalen og stemmerne i selskabet, og de øvrige aktionærer således ikke havde mulighed for at kræve tvangsindløsning efter aktieselskabslovens regler, og
- idet 30 af de fremmødte aktionærer med i alt 3.219 stemmer, svarende til 1,11% af de afgivne stemmer, stemte imod forslaget om afnoteringen fra Københavns Fondsbørs på selskabets ekstraordinære generalforsamling,

meddelte Københavns Fondsbørs selskabet, at en afnotering af selskabets aktier fra Københavns Fondsbørs i det konkrete tilfælde kunne ske, hvis selskabet via et købstilbud efter reglerne i værdipapirhandelsloven sikrede, at selskabets aktionærer kunne afhænde deres aktier forud for en afnotering.

Fondsbørsen lagde ved sin afgørelse vægt på det begrænsede omfang af aktionærernes indsigelser på den ekstraordinære general-

forsamling og det begrænsede omfang af børsaktiviteten i selskabets aktier.

Københavns Fondsbørs gav således selskabet mulighed for at blive afnoteret fra Fondsbørsen alene under den forudsætning, at selskabets aktionærer via et købstilbud fik mulighed for at afhænde deres aktier forud for en afnotering.



Københavns Fondsbørs

Nikolaj Plads 6
Postbox 1040
DK-1007 København K

Tlf. +45 33 93 33 66
Fax +45 33 12 86 13
cse@cse.dk
www.cse.dk

PARTNER OF
NOREX
ALLIANCE