



DOMMANNIN REU

NOTEREDE SELSKABERS OPLYSNINGSFORPLIGTELSE REALITETSGRUNDSÆTNINGEN GÆLDER IGEN

Erhvervsankenævnet har fastslået, at oplysningspligten efter værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, først gælder fra det tidspunkt, hvor det pågældende forhold er en realitet, uanset om der sker en lækage.

Erhvervsankenævnet har den 11. september 2008 truffet en meget principiel afgørelse vedrørende tidspunktet for, hvornår oplysningspligten indtræder for børsnoterede selskaber, særligt i tilfælde af lækager. Afgørelsen har væsentlig praktisk betydning for alle noterede selskaber, da den fundamentalt ændrer retstilstanden i Danmark. Erhvervsankenævnet slår fast, at oplysningsforpligtelsen efter værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, først indtræder på det tidspunkt, hvor det pågældende forhold er en realitet (realitetsgrundsætningen), uanset om der sker en lækage.



Hermed tilsidesætter Erhvervsankenævnet den fortolkning af oplysningsforpligtelsen, som Finanstilsynet fastlagde i notat af 19. april 2007, "Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden". Finanstilsynet fastlagde i notatet, at man i tilfælde af lækager havde en pligt til straks at offentliggøre den interne viden. Dette har bl.a. medført, at man i tilfælde af rygter i medierne, f.eks. om igangværende forhandlinger, efter Finanstilsynets fortolkning, var forpligtet til at kommentere disse. Finanstilsynets fortolkning er nu blevet tilsidesat, og det må forventes, at Finanstilsynet indretter sin praksis i overensstemmelse med Erhvervsankenævnets afgørelse. Der er dog på indeværende tidspunkt ikke kommet en officiel udmelding herom.

Det står der i værdipapir
handelsloven § 27, stk. 1

FAKTA

"En udsteder af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. **Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret.** Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information."

OM SAGEN

Erhvervsankenævnets afgørelse af 11. september 2008 er truffet i en konkret sag, hvor Nasdaq OMX ("OMX") søgte at håndhæve Finanstilsynets fortolkning af oplysningsforpligtelsen.

Sagen havde sit udspring i en avisartikel i slutningen af 2006 om et OMX-selskabs igangværende forhandlinger om salg af et datterselskab. OMX-selskabet udsendte ikke en meddelelse i anledning af artiklen (i øvrigt efter drøftelser med OMX), bl.a. fordi der ikke var truffet nogen endelig beslutning om at gennemføre salget på tidspunktet for lækagen. Selskabet henholdt sig herved til den såkaldte "realitetsgrundsætning", jf. nærmere nedenfor.

Den 21. marts 2007 gav OMX selskabet en påtale for manglende overholdelse af oplysningsforpligtelsen i værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, idet OMX lagde til grund, at selskabet ikke kunne anvende realitetsgrundsætningen som hjemmel til ikke at have offentliggjort de oplysninger, der fremgik af avisartiklen. En udsættelse af offentliggørelse af intern viden kunne ifølge OMX, i overensstemmelse med Finanstilsynets notat, alene begrundes i værdipapirhandelslovens § 27, stk. 6, hvorefter selskabet på egen risiko kan udsætte offentliggørelsen, forudsat at (i) offentliggørelse vil skade selskabets berettigede interesser, (ii) udsættelse ikke vildleder markedet, og (iii) selskabet kan sikre fortrolighed. I og med at der var sket en lækage, var betingelserne for udsættelse af offentliggørelse ifølge OMX ikke opfyldt.

Påtalen blev anket til Erhvervsankenævnet af Kromann Reumert på vegne af selskabet.

I sin afgørelse af 11. september 2008 fastslog Erhvervsankenævnet, at selskabernes løbende oplysningsforpligtelse efter værdipapirhandelslovens



§ 27, stk. 1, først indtræder på det tidspunkt, hvor det pågældende forhold er blevet en realitet (realitetsgrundsætningen). Modsat Finanstilsynet finder Erhvervsankenævnet, at der ikke "ved implementeringen af Markedsmisbrugsdirektivet i dansk ret er sket en ændring af tidspunktet for oplysningspligtens indtræden".

Dernæst afprøvede Erhvervsankenævnet realitetsgrundsætningen på det konkrete hændelsesforløb og fastslog i den sammenhæng, at da der "ikke var truffet endelig beslutning om salg [...], var der på dette tidspunkt således ikke indtrådt en oplysningspligt, jf. § 27, stk. 1., 2. pkt. At der i dagbladet Børsen samme dag blev bragt detaljerede oplysninger om, at [selskabet] var tæt på et salg af [...] ændrer ikke i sig selv herved".

På baggrund af ovenstående fandt Erhvervsankenævnet ikke, at der var grundlag for at give selskabet en påtale, og selskabet blev frikendt.

REALITETSGRUNDSÆTNING CONTRA UDSÆTTELSESADGANG

Den centrale problemstilling i Erhvervsankenævns-sagen er den fortolkning af oplysningspligten, som Finanstilsynet fastlagde i sit notat af 19. april 2007 om Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden. Finanstilsynet fortolkede værdipapirhandelsloven således, at selskabernes eneste adgang til at udsætte offentliggørelsen af intern viden var lovens § 27, stk. 6. Denne udsættelsesadgang forudsætter bl.a., at man kan holde den interne viden fortrolig. Finanstilsynets fortolkning indebar, at et selskab, selvom det endnu ikke har truffet beslutning om forholdet, var forpligtet til at offentliggøre den interne viden, hvis der – selv uden egen skyld – skete en lækage.

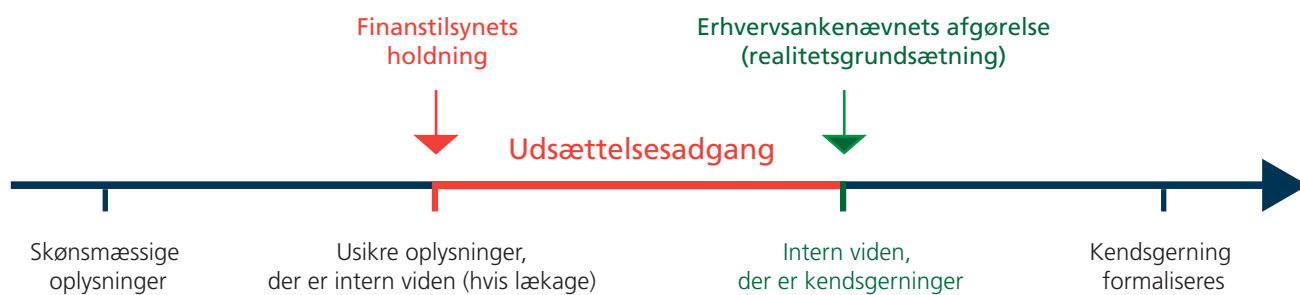
Før Finanstilsynets notat ansås oplysningspligten for at indtræde på det tidspunkt, hvor det pågældende forhold var en realitet. Denne forståelse af oplysningspligten – der betegnes realitetsgrundsætningen – betød, at selskaberne ikke var forpligtet til af egen drift at offentliggøre usikre oplysninger til markedet, uanset om der skete lækager.

Eftersom realitetsgrundsætningen var forudsat i lovbemærkningerne til værdipapirhandelsloven og udgjorde en praksis, der var fulgt igennem en længere årrække, og i øvrigt var den bedst håndterbare fortolkning af loven, mødte Finanstilsynets notat kritik fra både store dele af erhvervslivet, juridiske professorer, politikere samt en række væsentlige interesseorganisationer som Finansrådet, Børsmæglerforeningen, Rederiforeningen og Dansk Industri. På baggrund af usikkerheden og i erkendelse af, at Finanstilsynet og OMX aktivt håndhævede den nye fortolkning, har de fleste aktører valgt at følge den fortolkning, som Finanstilsynet anlagde i sit notat af 19. april 2007.

Efter Erhvervsankenævnets afgørelse er retsstillingen nu ændret igen, således at den svarer til det, der var gældende forud for Finanstilsynets notat af 19. april 2007. Selskaberne kan støtte ret herpå i forhold til såvel de verserende sager som fremadrettet. Det må derfor forventes, at Finanstilsynet indretter sin praksis i overensstemmelse med Erhvervsankenævnets fortolkning af oplysningsforpligtelsen.

Forskellen mellem Finanstilsynets fortolkning af værdipapirhandelsloven og den nu af Erhvervsankenævnet stadfæstede retstilstand er illustreret i figur 1, næste side.

Figur 1.
Forskellen i oplysningspligtens indtræden efter Finanstilsynets notat og Erhvervsankenævnets afgørelse





DEN "NYE" RETSTILSTAND

Offentliggørelsestidspunktet efter realitetsgrundsætningen

Realitetsgrundsætningen i værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, 2. pkt. betyder, at offentliggørelse af en selskabsmeddelelse skal ske "umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger, eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selvom forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret". Herved udtrykker realitetsgrundsætningen såvel det tidligste som det seneste tidspunkt for oplysningspligtens indtræden.

Det tidligste tidspunkt for oplysningspligtens indtræden er det tidspunkt, hvor forholdet er en realitet, f.eks. at en aftale reelt er indgået, og altså ikke blot det tidspunkt hvor der foreligger en sandsynlighed herfor (dvs. usikker intern viden). Dette er samtidig det seneste tidspunkt, idet selskabet ikke kan påberåbe sig, at der mangler en formalitet, før oplysningspligten indtræder. Herefter kan en manglende offentliggørelse ikke begrundes med, at den endelige underskrivelse af en kontrakt eller godkendelse af en beslutning endnu ikke er sket, såfremt dette blot er en formalitet. Dette vil f.eks. være tilfældet, såfremt der reelt ikke er tvivl om, at den endelige beslutning vil blive truffet, eller at kontraktunderskrivelsen vil finde sted.

Finanstilsynets kompetence til at kræve tidligere offentliggørelse

Uanset at oplysningspligten først indtræder, når forholdet er en realitet, har Finanstilsynet (som det hele tiden har været tilfældet) kompetence til i en konkret sag at pålægge et selskab at offentliggøre en selskabsmeddelelse på et tidligere tidspunkt, såfremt Finanstilsynet finder dette begrundet i hensynet til at "beskytte investorerne eller for at markedet kan fungere tilfredsstillende", jf. betingelsesbekendtgørelsens § 11, stk. 1. Dette vil f.eks. kunne komme på tale, hvor der er sket en lækage af intern viden, der vurderes at forvirre eller påvirke markedet i en uhensigtsmæssig grad, og i den sammenhæng kan Finanstilsynet opstille nærmere krav til formen af selskabsmeddelelsen samt inden for hvilken tidsfrist, denne meddelelse skal offentliggøres. Det afgørende er imidlertid, at offentliggørelsespligten ikke indtræder automatisk og på selskabets egen risiko men derimod på basis af en konkret stillingtagen.



INFORMATION

Yderligere oplysninger om indholdet af dette nyhedsbrev kan fås ved henvendelse til Deres sædvanlige kontaktpersoner hos Kromann Reumert eller Jørgen Boe, Marianne Philip, Christian Lundgren, Anders Lavesen, Jørgen Kjergaard Madsen, Jens Steen Jensen, Christina Bruun Geertsen eller David Moalem, telefon 70 12 12 11.

København

Kromann Reumert
Sundkrogsgade 5
DK-2100 København
Danmark

Tlf.: +45 70 12 12 11
Fax: +45 70 12 13 11
E-mail: cph@kromannreumert.com

Århus

Kromann Reumert
Rådhuspladsen 3
DK-8000 Århus C
Danmark

Tlf.: +45 70 12 12 11
Fax: +45 70 12 14 11
E-mail: arh@kromannreumert.com

Dette nyhedsbrev kan ikke erstatte juridisk rådgivning. Kromann Reumert påtager sig intet ansvar for skader eller tab, der direkte eller indirekte kan afledes af brugen af nyhedsbrevet. Dette gælder, hvad enten skaden eller tabet er forårsaget af fejlagtig information i nyhedsbrevet eller af øvrige forhold, der relaterer sig til nyhedsbrevet.