

NOTAT

Spørgsmål og svar i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet

Finanstilsynet har efter vedtagelsen af lov nr. 1460 af 22. december 2004 modtaget spørgsmål, der angår fortolkningen af de nye regler i loven. Derudover er der under høringen af de nye bekendtgørelser om investeringsanalyser og markedsmisbrug rejst nogle spørgsmål, der angår fortolkningen af bestemmelser i loven eller de nye bekendtgørelser.

For at lette virksomhedernes arbejde med de nye regler gennemgås her svarene på de væsentligste af de modtagne spørgsmål.

1. Ledende medarbejderes transaktioner - § 28 a i lov om værdipapirhandel m.v. samt bekendtgørelse om markedsmisbrug §§ 2-7

Spørgsmål 1.1.: *Hvilke "transaktioner" er omfattet af pligten til meddelelse, indberetning og offentliggørelse i lovens § 28 a?*

Svar: Det fremgår af bemærkningerne til lov nr. 1460 af 22. december 2004, at begrebet "transaktioner" omfatter køb, salg og overdragelse ved gave (overdragelse til eje) af aktier eller hertil knyttede værdipapirer. Derudover omfattes overdragelse af aktier og hertil knyttede værdipapirer til sikkerhed. Der foreligger endvidere en transaktion i lovens forstand, hvis der sker tildeling af aktier eller aktieoptioner til ledende medarbejdere. Det samme er tilfældet, hvis en ledende medarbejder vælger at udnytte en tidligere tildelt aktieoption, hvad enten optionen udnyttes ved køb af aktier eller ved differenceafregning. Derimod er overførsel ved arv af aktier eller hertil knyttede værdipapirer ikke omfattet. Der er ikke i bemærkningerne til loven taget stilling til, om dispositioner i form af aktielån er omfattet. Det er Finanstilsynets vurdering, at også en disposition i form af aktielån vil udgøre en transaktion i lovens forstand.

Spørgsmål 1.2.: *Hvilke transaktioner skal meddeles, indberettes og offentliggøres, når bagatelgrænsen på 5.000 EURO i lovens § 28 a, stk. 6, overskrides?*

Svar: Det fremgår af den bagvedliggende direktivbestemmelse, at medlemsstaterne kan bestemme, at der, indtil transaktionernes samlede værdi i løbet af et kalenderår udgør 5.000 EURO, ikke skal ske indberetning og offentliggørelse af transaktioner. Ved lov om værdipapirhandel m.v. § 28, stk. 6, er der gjort brug af denne mulighed for nationalt at fastsætte en bagatelgrænse på 5.000 EURO. Finanstilsynet vurderer på baggrund af ordlyden og formålet med direktivbestemmelsen, at medlemsstaterne har pligt til at sikre, at der sker indberetning og offentliggørelse af den transaktion, hvormed bagatelgrænsen på 5.000 EURO overskrides samt alle efterfølgende transaktioner. Der er derfor indsat en bestemmelse med dette indhold i bekendtgørelsens § 4, stk. 2. Hvis bagatelgrænsen overskrides i løbet af kalenderåret, får overskridelsen af bagatelgrænsen dog ikke tilbagevirkende kraft. De transaktioner, der er gennemført, forinden bagatelgrænsen overskrides, skal derfor ikke efterfølgende indberettes og offentliggøres, uanset om bagatelgrænsen overskrides på et senere tidspunkt i løbet af kalenderåret.

Spørgsmål 1.3.: *Omfatter lovens § 28 a, stk. 2, og bekendtgørelsens § 2 også ledende medarbejdere i det udstedende selskabs datterselskab?*

Svar: Af bemærkningerne til lov nr. 1460 af 22. december 2004 fremgår, at meddelelsespligten efter de nye regler i § 28 a (i modsætning til de hidtil gældende regler) alene omfatter ledende medarbejdere, der er ansat i det udstedende selskab. Reglerne i lovens § 28 a samt de tilhørende regler i bekendtgørelsen omfatter derfor ikke tillige medarbejdere i det udstedende selskabs datterselskaber.

Spørgsmål 1.4.: *Er medarbejdere, der alene har rådgivende funktioner overfor personer med beslutningskompetence, også omfattet af § 28 a, stk. 2, nr. 2?*

Svar: Nej. Som det fremgår af ordlyden af lovens § 28 a, stk. 2, nr. 2, er det kun ledende medarbejdere med kompetence til at træffe ledelsesbeslutninger af overordnet betydning for udstederens fremtidige forretningsmæssige udvikling, der omfattes af bestemmelsen. Ledende medarbejdere, der kun har rådgivende funktioner, omfattes ikke.

Spørgsmål 1.5.: *Omfatter bestemmelsen i lovens § 28 a, stk. 2, nr. 2, også ledende medarbejdere, der alene deltager i kollektive ledelsesbeslutninger?*

Svar: Hvis de nævnte ledelsesbeslutninger er af overordnet betydning for udstederselskabets fremtidige forretningsmæssige udvikling, er den ledende medarbejder omfattet af bestemmelsen i lovens § 28 a, stk. 2, nr. 2, uanset om medarbejderen har kompetence til at træffe beslutningen selv, eller medarbejderen alene deltager i en kollektiv ledelsesbeslutning. Med-

lemmer af udstederselskabets direktion, bestyrelse eller et eventuelt tilsynsorgan vil være omfattet af § 28 a, stk. 2, nr. 1.

Spørgsmål 1.6.: *Hvad omfatter begrebet "tilsynsorgan" i lovens § 28 a, stk. 2, nr. 1, set i en dansk sammenhæng?*

Svar: Udtrykket "medlemmer af et tilsynsorgan" omfatter medlemmer af et selskabsorgan, såfremt organets primære opgave er at føre tilsyn med selskabets anliggender. Bestemmelsen i lovens § 28 a, stk. 2, nr. 1, omfatter derfor medlemmer af et repræsentantskab, der er oprettet i henhold til § 59 i lov om aktieselskaber. Derudover omfatter bestemmelsen medlemmer af et tilsynsorgan i et SE-selskab, der er oprettet efter den tostrengede model. Endelig er det Finanstilsynets vurdering, at det må bero på en konkret vurdering, om medlemmer af et repræsentantskab i en finansiel virksomhed, der er oprettet i henhold til § 69 i lov om finansiel virksomhed, er omfattet. Af lov om finansiel virksomhed § 69 fremgår, at et sådant repræsentantskab oprettes for at varetage bestemte i vedtægterne angivne opgaver. Såfremt repræsentantskabet er oprettet for at varetage opgaver, der normalt udføres af et tilsynsorgan, er det Finanstilsynets vurdering, at medlemmerne af repræsentantskabet omfattes af bestemmelsen.

Spørgsmål 1.7.: *Betyder reglen i lovens § 28 a, stk. 4, nr. 4, litra a, om nærtstående juridiske personer, hvor en ledende medarbejder udøver det ledelsesmæssige ansvar, at det udstedende selskabs handler med egne aktier skal indberettes og offentliggøres?*

Svar: Baggrunden for, at nærtstående juridiske personer til en ledende medarbejder er undergivet reglerne om meddelelse, indberetning og offentliggørelse af transaktioner, er, at det ikke skal være muligt for en ledende medarbejder at omgå reglerne ved at lade sine transaktioner gennemføre gennem en nærtstående juridisk person. Det er Finanstilsynets vurdering, at det forhold, at det ledelsesmæssige ansvar altid vil være placeret hos en ledende medarbejder i det udstedende selskab, ikke i sig selv gør, at det udstedende selskab skal opfattes som en nærtstående juridisk person til den pågældende ledende medarbejder i henhold til reglen i lovens § 28 a, stk. 4, nr. 4, litra a.

Spørgsmål 1.8.: *Omfatter lovens § 28 a, stk. 4, nr. 4, litra a, alene juridiske personer, hvor den ledende medarbejder har ansvaret for aktivsammensætningen?*

Svar: Det fremgår af bemærkningerne til lov nr. 1460 af 22. december 2004, at bestemmelsen omfatter selskaber, hvor den ledende medarbejder forestår den daglige ledelse. Det fremgår også af bemærkningerne, at bestemmelsen skal forstås forholdsvis snævert, og at bestemmelsen ikke

omfatter ethvert selskab, hvor den ledende medarbejder er medlem af bestyrelsen. Det er Finanstilsynets vurdering, at det også er relevant at lægge vægt på, om den ledende medarbejder i kraft af sin stilling har mulighed for at øve indflydelse på selskabets aktivsammensætning.

2. Investeringsanalyser – § 28 b i lov om værdipapirhandel m.v. samt bekendtgørelse om udarbejdelse og udbredelse til offentligheden af visse investeringsanalyser

Spørgsmål 2.1.: *Hvornår skal en investeringsanalyse anses at være udbredt til offentligheden eller gennem distributionskanaler og dermed omfattet af reglerne i bekendtgørelsen?*

Svar: Reglerne i bekendtgørelsen finder i overensstemmelse med det bagvedliggende direktiv anvendelse, når en analyse gøres offentlig tilgængelig, eller når analysen gennem distributionskanaler udbredes til et stort antal personer. Bekendtgørelsens regler finder derimod ikke anvendelse på investeringsrådgivning, som gives i form af personlige anbefalinger til en kunde. Der er ikke i direktivet taget nærmere stilling til, hvad der udgør “et stort antal personer“. Finanstilsynet er villig til at se nærmere på, om det er muligt at opstille en mere præcis afgrænsning end “et stort antal personer“, såfremt branchen måtte have konkrete forslag hertil.

Spørgsmål 2.2.: *Hvilke selvreguleringsstandarder og adfærdskodeks er omfattet af pligten til henvisning i bekendtgørelsens § 6?*

Svar: Henvisningspligten efter bekendtgørelsens § 6 omfatter kun eksterne standarder og kodeks, som analytikeren måtte være omfattet af. Interne reguleringsstandarder eller kodeks, som analytikerens arbejdsgiver måtte have fastsat, er ikke omfattet af henvisningspligten.

Spørgsmål 2.3.: *Hvem har efter bekendtgørelsen ansvaret for, at de nødvendige oplysninger kommer til offentlighedens kendskab, når en analyse fremlægges i forbindelse med et interview i radio eller TV?*

Svar: Ansvar for overholdelse af bekendtgørelsens krav ligger hos den person, der fremlægger analysen (analytikeren). Det gælder også, når en analyse fremlægges mundtligt i radio eller TV. Af bekendtgørelsens § 12 fremgår det, at det ved mundtlig fremlæggelse af analyser er tilstrækkeligt, at der henvises til et sted, hvor offentligheden let og direkte kan få adgang til de krævede oplysninger, f.eks. den ansvarlige juridiske persons hjemmeside. Analytikeren skal i videst muligt omfang sikre, at de nødvendige oplysninger eller henvisninger kommer til offentlighedens kendskab i forbindelse med et interview i radio eller TV. Analytikeren er dog ikke ansvarlig for overtrædelse af bekendtgørelsen, hvis oplysningerne alligevel ikke offentliggøres, uden at analytikeren har haft mulighed for at

forhindre det, f.eks. fordi oplysningerne på egen hånd “klippes“ ud af radio- eller TV-stationen.

Spørgsmål 2.4.: *Hvilke krav stilles der efter bekendtgørelsens § 3 til identifikation af den juridiske person, der er ansvarlig for fremlæggelsen af analysen?*

Svar: Identiteten på den juridiske person, der har ansvar for fremlæggelsen af analysen, skal efter bekendtgørelsens § 3 normalt oplyses i selve analysen. Hvis det ud fra det medie, hvor analysen fremlægges, er åbenbart, hvem der er den juridiske person, der har ansvar for fremlæggelsen af analysen, er det ikke nødvendigt, at oplysningerne gentages specifikt i selve analysen. Det gælder f.eks., hvis en avis offentliggør sine egne analyser i avisen.

Spørgsmål 2.5.: *Omfatter pligten til offentliggørelse af interessekonflikter i bekendtgørelsens § 5 også forhold, som den person, der udarbejder analysen, ikke har kendskab til?*

Svar: Den person, der fremlægger analysen, skal som led i sit ansvar for overholdelse af bestemmelsen sørge for, at eventuelle interesser eller interessekonflikter identificeres og offentliggøres. Oplysningspligten omfatter efter bekendtgørelsens § 5 alle forbindelser eller forhold, der “med rimelighed“ kan forventes at påvirke analysens objektivitet. Efter bekendtgørelsens § 5, stk. 3, skal der i visse situationer oplyses om interesser eller interessekonflikter hos den ansvarlige juridiske person (analytikervirksomheden), uanset om den medarbejder, der har udarbejdet analysen (analytikerens), har haft konkret kendskab til forholdene. Der skal f.eks. oplyses om et forhold, hvis analytikerens foresatte har haft kendskab til et forhold og samtidigt har haft adgang til analysen, inden den blev offentliggjort. Der kan dog ikke efter bestemmelsen kræves oplysninger om forhold, når det ikke “med rimelighed“ kan forventes, at hverken analytikervirksomheden eller analytikerens har haft kendskab til oplysningerne. Endelig fremgår det af bekendtgørelsens § 5, stk. 4, at bekendtgørelsens oplysningskrav ikke medfører pligt til at bryde effektive informationsbarrierer (“Chinese Walls“).

Spørgsmål 2.6.: *Hvilke interesser og interessekonflikter skal der efter bekendtgørelsens § 15 oplyses om ved udbredelsen af et resumé af en analyse?*

Svar: Efter bekendtgørelsens § 15 skal der ved udbredelsen af et resumé oplyses om, hvor offentligheden let og direkte kan få adgang til oplysninger om eventuelle interesser og interessekonflikter. Dette gælder dog kun, hvis disse oplysninger er offentligt tilgængelige, og oplysningerne ikke fremgår af selve analysen. I praksis vil det alene være i de tilfælde, hvor

en analyse fremlægges i afkortet form eller mundtligt, jf. bekendtgørelsens §§ 11-12, at oplysningerne ikke skal fremgå af selve analysen. I disse tilfælde er den, der har ansvaret for udarbejdelsen af analysen, forpligtet til ved fremlæggelsen af analysen at henvise til et sted, hvor offentligheden let og direkte kan få adgang til oplysningerne, f.eks. den ansvarlige juridiske persons hjemmeside, jf. bekendtgørelsens §§ 11-12. Den, der udbreder et resumé af en analyse, der er fremlagt mundtligt eller i afkortet form, skal efter bekendtgørelsens § 15 ligeledes henvise til et sted, hvor offentligheden let og direkte kan få adgang til oplysningerne.

3. Interne regler - § 37, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Spørgsmål 3.1.: *Af § 37, stk. 1, 1. pkt., i lov om værdipapirhandel m.v. fremgår, at udstedere skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejders adgang til at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer. Hvilke "andre medarbejdere" skal være omfattet af de interne regler?*

Svar: Den personkreds, som de interne regler skal gælde for, svarer til, hvad der gælder efter den oprindelige bestemmelse (lov om Københavns Fondsbørs § 39 c) om pligt til at have interne regler. Bestemmelsen blev indført ved lov nr. 343 af 6. juni 1991. Af forarbejderne til 1991-loven fremgår, at de interne regler skal omfatte bestyrelsen, direktionen og andre ledende medarbejdere. Det fremgår også af forarbejderne, at det er selskabet selv, der afgør, hvilke medarbejdere, der har et sådant kendskab til selskabets forhold, at de er omfattet af reglerne. De retningslinjer, der fremgår af forarbejderne til 1991-loven, skal efter Finanstilsynets vurdering også lægges til grund ved fortolkningen af den enslydende bestemmelse i den nugældende lov.

4. Insiderlister - § 37, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v. samt bekendtgørelse om markedsmissbrug §§ 8-11

Spørgsmål 4.1.: *Skal der ske opdatering af årsagen til, at en person står opført på insiderlisten, hver gang en person, der regelmæssigt har adgang til intern viden, får intern viden om et nyt forhold? Skal insiderlisten f.eks. opdateres for så vidt angår personer, der udarbejder årsrapporter, halvårsrapporter eller kvartalsmeddelelser, hver gang de pågældende personer udarbejder en ny rapport?*

Svar: I henhold til § 9, nr. 1, i bekendtgørelse om markedsmissbrug skal insiderlisten opdateres, når der sker ændringer i årsagen til, at en person står opført på insiderlisten. Såfremt en person regelmæssigt har adgang til intern viden, skal den pågældende person figurere på insiderlisten, så længe den regelmæssige adgang består. Hvis årsagen til, at den pågældende person har regelmæssig adgang til intern viden (f.eks. at personen

udarbejder årsrapporter, halvårsrapporter og kvartalsmeddelelser) ikke ændres, skal der ikke ske opdatering af insiderlisten. Det gælder, uanset at indholdet af den konkrete interne viden løbende ændrer sig.

Spørgsmål 4.2.: *Hvad betyder det, når der i bekendtgørelsens § 8, stk. 2, står, at det er samtlige personer, der “regelmæssigt eller i enkeltstående tilfælde har adgang til intern viden”, som skal stå på insiderlisten?*

Svar: Det fremgår af de indledende betragtninger til det underliggende direktiv, at formålet med direktivets bestemmelser om insiderlister er at sikre, at de kompetente myndigheder kan identificere enhver person med adgang til intern viden i de virksomheder, der skal lave insiderlister. Endvidere fremgår det, at insiderlisten skal være et redskab for virksomheden til at kontrollere informations-flowet internt i virksomheden, således at regler om fortrolighed overholdes. Bekendtgørelsens § 8, stk. 2, skal derfor i overensstemmelse med det bagvedliggende direktiv forstås således, at insiderlisten skal omfatte alle personer i virksomheden, uanset om de pågældende personer alene får adgang til intern viden i et enkelt tilfælde, eller der er tale om mere regelmæssig adgang.

Spørgsmål 4.3.: *Hvilke personer skal stå på den insiderliste, som det udstedende selskab i henhold til lovens § 37, stk. 4, 1. pkt., er forpligtet til at udarbejde?*

Svar: Det udstedende selskab skal lave en insiderliste, der omfatter samtlige personer, der arbejder for selskabet, og som regelmæssigt eller i enkeltstående tilfælde har adgang til intern viden. Med begrebet “personer” forstås i henhold til det bagvedliggende direktiv både fysiske og juridiske personer. På det udstedende selskabs insiderliste skal der derfor medtages fysiske personer, der arbejder for vedkommende, og som har adgang til intern viden. Derudover skal der på det udstedende selskabs insiderliste medtages juridiske personer, der udfører arbejdsopgaver for det udstedende selskab, og som gives adgang til intern viden. Derimod er det udstedende selskab ikke forpligtet til at medtage navnene på de enkelte medarbejdere hos den juridiske person på det udstedende selskabs egen insiderliste. Hvis den juridiske person i medfør af lovens § 37, stk. 4, 2. pkt., er forpligtet til selv at oprette en insiderliste, vil navnene på de enkelte medarbejdere, der får adgang til intern viden, i stedet skulle fremgå heraf.

Spørgsmål 4.4.: *Hvilke fysiske og juridiske personer er omfattet af pligten til efter lovens § 37, stk. 4, 2. pkt., at oprette en insiderliste?*

Svar: Af lovens § 37, stk. 4, 2. pkt., fremgår, at fysiske og juridiske personer, der agerer på vegne af det udstedende selskab eller for det udstedende selskabs regning, er forpligtet til selv at udarbejde en insiderliste.

Pligten til at oprette og ajourføre en insiderliste ligger derfor efter de nye regler ikke blot hos det udstedende selskab men i visse tilfælde også hos det eksterne fysiske og juridiske personer, der af udstederen gives adgang til intern viden. For at sikre en hensigtsmæssig afgrænsning af, hvilke eksterne enkeltpersoner og selskaber, der er omfattet af lovens § 37, stk. 4, 2. pkt., er der i bekendtgørelsens § 8, stk. 1, 2. pkt., indsat en bestemmelse, hvor det præciseres, at pligten for eksterne personer til at oprette en insiderliste alene gælder for personer, der i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Hermed vil den omfattede personkreds komme til at svare til de personer, der i forvejen er forpligtet til at udarbejde interne regler i henhold til lovens § 37, stk. 1, 2. pkt., og § 37, stk. 2, 2. pkt.

Spørgsmål 4.5.: *Skal der føres separate insiderlister for moder- og datterselskaber eller kan der føres én samlet liste på koncernniveau?*

Svar: Hvis det udstedende selskabs moder- eller datterselskab regelmæssigt gives adgang til intern viden, er moder- eller datterselskabet selv forpligtet til at oprette en insiderliste, jf. lovens § 37, stk. 4, 2. pkt., og bekendtgørelsens § 8, stk. 1, 2. pkt. Det er Finanstilsynets vurdering, at kravene om udarbejdelse af insiderlister i sådanne tilfælde vil være opfyldt, uanset om det udstedende selskab og dets datter- eller moderselskaber vælger at udarbejde én samlet insiderliste for hele koncernen, eller der føres separate insiderlister i moder- og datterselskaberne.

Spørgsmål 4.6.: *Hvorfor stilles der i bekendtgørelsens § 9 krav om, at en insiderliste skal opdateres straks, og hvilken betydning har dette krav, hvis en person gives intern viden uden for normal kontortid?*

Svar: Af det underliggende direktiv fremgår, at medlemsstaterne er forpligtet til at sikre, at insiderlister ved ændringer opdateres straks. Det må dog efter Finanstilsynets opfattelse anerkendes, at det i visse situationer kan være praktisk umuligt at opdatere en insiderliste med det samme. Såfremt en person er gjort til insider uden for normal kontortid, er det tilsynets opfattelse, at bekendtgørelsens § 9 må anses opfyldt, uanset at insiderlisten først opdateres den førstkommande børsdag.

Spørgsmål 4.7.: *Betyder kravet i bekendtgørelsens § 10 om, at en insiderliste skal opbevares i mindst 5 år efter udarbejdelsen eller opdateringen, at der skal opbevares fysiske papirversioner af insiderlisterne i 5 år?*

Svar: Nej. Bekendtgørelsens § 10 fastsætter ikke retningslinjer for i hvilken form, en insiderliste kan opbevares. Bestemmelsens krav vil være opfyldt, uanset om oplysningerne opbevares eller kan genereres elektronisk, eller hvis oplysningerne opbevares i papirform.

5. Mistænkelige transaktioner - § 37, stk. 6, i lov om værdipapirhandel m.v. og bekendtgørelse om markedsmisbrug §§ 12-16

Spørgsmål 5.1.: *Er det ved underretning om mistænkelige transaktioner i overensstemmelse med reglerne, hvis underretningen foretages af virksomheden, eller stilles der i reglerne krav om, at underretningen foretages af den enkelte medarbejder, der bliver opmærksom på den mistænkelige transaktion?*

Svar: Pligten til underretning vedrørende mistænkelige transaktioner ligger efter loven både på værdipapirhandleren (virksomheden) samt dennes ansatte. Det fremgår af bemærkningerne til loven, at pligten til underretning først og fremmest påhviler virksomheden. Det er på den baggrund Finanstilsynets vurdering, at det primære ansvar for overholdelse af underretningspligten ligger hos virksomheden og ikke hos den enkelte medarbejder. Der kan ikke på basis af reglerne stilles krav om, at underretningen skal foretages af den person i virksomheden, der bliver opmærksom på den mistænkelige transaktion. Såfremt underretningen foretages af en anden person i virksomheden vil underretningspligten også være opfyldt.

6. Indikationer på kursmanipulation og accepteret markedspraksis – bekendtgørelse om markedsmisbrug §§ 17-20

Spørgsmål 6.1.: *Hvilken betydning har de indikationer på kursmanipulation, der fremgår af bekendtgørelsens §§ 17-18?*

Svar: Det er ikke hensigten, at de nævnte indikationer skal indskrænke, udvide eller præcisere lovens definition af kursmanipulation. Uanset, at en eller flere af indikationerne er til stede, betyder det ikke nødvendigvis, at der foreligger kursmanipulation. Formålet med indikationerne er at give vejledning til de kompetente myndigheder (i Danmark: Finanstilsynet) og til markedsdeltagerne til brug for vurderingen af, om en transaktion kan udgøre kursmanipulation. Indikationerne har først og fremmest betydning for markedsovervågningsenhederne hos de kompetente myndigheder og de regulerede markeder. Derudover er indikationerne af betydning for markedsdeltagerne ved disses vurdering af, om der foreligger en mistænkelig transaktion, der kan give anledning til underretning af den kompetente myndighed.

Spørgsmål 6.2.: *Skal repo-handler opfattes som en indikation på kursmanipulation i henhold til bekendtgørelsens § 17, stk. 2, nr. 4?*

Svar: En repo-handel (aftale om salg og tilbagekøb af værdipapirer, hvor dato og pris er endelig fastsat) skal efter Finanstilsynets opfattelse ikke i sig selv opfattes som værende en indikation på kursmanipulation.

Spørgsmål 6.3.: *Skal der ved fortolkningen af bekendtgørelsens § 17, stk. 2, nr. 7, anvendes et væsentlighedskriterium, idet enhver transaktion indgår i beregningen af gennemsnitskurser m.v., og dermed kan påvirke disse?*

Svar: Det kan efter Finanstilsynets vurdering være relevant at anvende et væsentlighedskriterium, når det vurderes, om der foreligger en indikation på kursmanipulation. Der vil altid skulle foretages en helhedsvurdering af, om transaktionen samlet set må opfattes som værende mistænkelig, uanset om en eller flere af indikationerne i bekendtgørelsen er opfyldt.

Spørgsmål 6.4.: *Hvorfor giver bekendtgørelsens § 20, stk. 5, adgang til at udsætte høringen af beslutninger om accepteret markedspraksis og ikke omvendt?*

Svar: Bestemmelsen i bekendtgørelsen om udsættelse af høring, som bygger på det bagvedliggende direktiv, tager sigte på at beskytte behovet for fortrolighed om efterforskning af konkrete sager om markedsmissbrug. Det er Finanstilsynets vurdering, at det inden for rammerne af de almindelige forvaltningsretlige regler også vil være muligt for tilsynet at udsætte behandlingen af konkrete sager, såfremt sagerne nødvendiggør en vurdering af, om en given markedspraksis kan accepteres.

7. Kommissionens forordning nr. 2273/2003 om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af værdipapirer (Safe Harbour Forordningen)

Spørgsmål 7.1.: *Hvilke krav til offentliggørelse kan der udledes af artikel 4, stk. 4, i Kommissionens forordning nr. 2273/2003?*

Svar: Det følger af Kommissionens Forordning 2273/2003 artikel 4, stk. 4, at udsteder skal offentliggøre alle transaktioner, der gennemføres som led i et tilbagekøbsprogram indenfor forordningens område. Fristen for offentliggørelse er i henhold til forordningens artikel 4, stk. 4, senest ved afslutningen af den syvende daglige handelsperiode efter den dag, hvor transaktionen gennemføres. Det betyder, at udstederen skal offentliggøre de gennemførte handler senest ved afslutningen af den syvende børsdag efter, at de pågældende handler er gennemført. Udstederen skal i forbindelse med offentliggørelsen af de gennemførte handler give de oplysninger, der er omfattet af artikel 20, stk. 1, i direktiv 93/22/EØF (investeringsservicedirektivet). Det er Finanstilsynets opfattelse, at det er tilstrækkeligt, hvis udstederen giver de oplysninger, der er omfattet af § 3, stk. 1, nr. 1-4, i bekendtgørelse nr. 414 af 21. maj 2001 (indberetningsbekendtgørelsen).

Spørgsmål 7.2.: Artikel 6, stk. 3, i Kommissionens Forordning 2273/2003 giver mulighed for at undgå begrænsningerne i forordningens artikel 6, stk. 1, hvis tilbagekøbsprogrammet varetages af en såkaldt "lead-manager", som træffer sine handelsbeslutninger med hensyn til udstederens aktier uafhængigt af og uden indflydelse fra udstederen med hensyn til købstidspunktet. Betyder det, at lead-manageren må gives en uigenkaldelig fuldmagt, uden at det udstedende selskab har mulighed for at stoppe tilbagekøbsprogrammet i tilfælde af økonomiske vanskeligheder etc.?

Svar: Finanstilsynet vurderer, at kravet om lead managerens uafhængighed i forordningens artikel 6, stk. 3, litra b, må forstås i forhold til lead managerens beslutninger om tidspunktet for gennemførelse af konkrete handler i tilbagekøbsprogrammets løbetid. Derimod er bestemmelsen i forordningen ikke til hinder for, at udstederen gives adgang til at pålægge lead manageren helt at stoppe programmet. Såfremt der træffes beslutning om at stoppe programmet, vil der skulle ske offentliggørelse heraf, jf. forordningens artikel 4, stk. 2, sidste pkt., hvorefter lead manageren ikke længere vil være berettiget til at købe aktier på udstederens vegne.

Spørgsmål 7.3.: Når det i forordningens artikel 10, stk. 1, fremgår, at der under ingen omstændigheder må foretages stabilisering over salgskursen, henvises der da til afregningskursen for udbuddet eller til den aktuelle markedskurs?

Svar: Ved salgskursen forstås den afregningskurs, der er anvendt ved udbuddet og ikke den aktuelle markedskurs, jf. den engelske sprogudgave af forordningen hvor udtrykket "offering price" benyttes.