

Kendelse af 16. februar 2015 (J.nr. 2013-0035589)

Påbud om at slette aktie fra handlen på reguleret marked.

Lov om værdipapirhandel, § 21, stk. 2.

(Preben Lund Hansen, Niels Walther-Rasmussen og Jan Uffe Rasmussen)

Ved skrivelse af 24. oktober 2013 har advokat A på vegne af K A/S klaget over et af Finanstilsynet truffet påbud - meddelt selskabet telefonisk den 20. september 2013 og skriftligt den 27. september 2013 - om at slette B [selskab noteret på reguleret marked] fra handlen på det regulerede marked C.

Sagens omstændigheder:

I en over sagen af Erhvervsankenævnet i anledning af klagen indhentet redegørelse af 10. december 2013 har Finanstilsynet om sagens faktiske omstændigheder udtalt blandt andet:

”1. Sagens faktiske omstændigheder

1.1. B A/S’ afnotering fra D A/S [reguleret marked]

D A/S ... traf den 11. juli 2013 afgørelse om at slette B A/S ... fra handel på D, idet D vurderede, at B ikke længere opfyldte D’s betingelser for optagelse til handel. Årsagen til sletningen fra handel var, at B havde gennemgået en ”ændring i identitet”. Afgørelsen blev meddelt markedet samme dag.

Den sidste handelsdag blev fastsat til 10 uger efter offentliggørelse af meddelelsen, dvs. B’s sidste handelsdag på D var den 18. september 2013.

...

1.2. K A/S’ optagelse af B til handel på C

B ansøgte om optagelse til handel på C. C er et reguleret marked, jf. § 16 i lov om værdipapirhandel m.v., som drives af K A/S (”K”).

K har ved brev af den 18. september 2013 til B oplyst, at K Admission Committee samme dag havde optaget B til handel på C. ...

B blev derfor optaget til handel på C den 18. september 2013 med den 19. september 2013 som første mulige handelsdag. Det skal dog bemærkes, at B fra og med det første mulige handelstidspunkt pr. den 19. september 2013 kl. 9:00 var suspenderet fra handlen på C, indtil B havde opfyldt nogle af K opstillede kriterier.

B offentliggjorde onsdag den 18. september 2013 kl. 16:49:59 en selskabsmeddelelse, hvoraf det fremgik, at B havde ansøgt om optagelse til handel på C. Det fremgår yderligere af selskabsmeddelelsen, at B samme dag modtog meddelelse fra K om, at ansøgningen var imødekommet.

...

B var derfor i perioden fra 18. september 2013 kl. 16:49:59 og indtil markedspladsernes lukketid samme dag dobbeltnoteret på både D og C. Det bemærkes i denne sammenhæng, at det forhold at aktierne var suspenderet fra handlen på C fra og med det først mulige handelstidspunkt, kl. 9:00 den 19. september 2013, ikke ændrer ved, at aktierne faktisk var optaget til handel på C allerede fra den 18. september 2013.

K har ved brev af den 18. september 2013 orienteret Finanstilsynet om optagelsen af B til handel på C. K har i brevet oplyst, at K har modtaget en kopi af den afgørelse, som D har truffet.

Herudover har K i brevet oplyst, at en række af de grunde, som D har angivet som årsag til sletning, ikke er relevante for K, og at K derfor, på baggrund af de i brevet anførte begrundelser, besluttede at godkende B's ansøgning om optagelse til handel på C.

...

B har ikke i forbindelse med optagelse af selskabets aktier til handel på C offentliggjort et godkendt prospekt eller prospektresumé.

Finanstilsynet har ved et telefonmøde ... den 19. september 2013 meddelt K og B, at Finanstilsynet ikke kunne finde oplysninger om, at B ved optagelse af selskabets aktier til handel på C havde offentliggjort et godkendt prospekt eller prospektresumé. Ligeledes bemærkede Finanstilsynet, at B netop blev afnoteret fra D, idet D vurderede, at B ikke længere overholdte D's regler for optagelse til handel.

Finanstilsynet meddelte på denne baggrund, at det var Finanstilsynets umiddelbare vurdering, 1) at B har overtrådt prospektpligten, og 2) at K ved at have optaget B til handel på C har overtrådt § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.

K oplyste på telefonmødet, at K ville vende tilbage med skriftlige bemærkninger til sagen.

K sendte ved brev af den 19. september 2012 (som modtaget pr. mail kl. 20:25) til Finanstilsynet K's skriftlige bemærkninger til sagen. ...

Finanstilsynet meddelte ved telefonsamtale ... af den 20. september 2013 K, at det var Finanstilsynets vurdering, at B ikke var undtaget fra prospektpligten, og at K derfor havde optaget B til handel på C uden at have sikret sig, at der forelå et offentliggjort godkendt prospekt, jf. § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. Med henvisning til § 93, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. gav Finanstilsynet på denne baggrund K et mundtligt påbud om at slette B fra handel på C.

Finanstilsynet fulgte ved brev af den 27. september 2013 skriftligt op på det mundtlige påbud af 20. september 2013. ...

K offentliggjorde den 20. september 2013 en meddelelse, hvoraf det fremgik, at B blev slettet fra handlen på C med virkning fra den 20. september 2013, idet selskabet i henhold til Finanstilsynets fortolkning ikke opfyldte betingelserne for at blive optaget til handel.”

Af Finanstilsynets afgørelse af 27. september 2013 fremgår blandt andet:

”Påbud om sletning af B aktien fra handlen

Indledning

Finanstilsynet har den 20. september 2013 telefonisk givet K A/S ... påbud om at slette B aktien fra handlen på det regulerede marked C. Finanstilsynet redegør i dette brev om baggrunden herfor.

Optagelsen af B A/S på C

...

K A/S optog den 18. september 2013 B A/S til handel på det regulerede marked C – dog i suspenderet tilstand fra og med det først mulige handelstidspunkt, kl. 9.00 den 19. september 2013, med henblik på at beskytte investorerne i forhold til de usikkerheder om selskabets driftsmæssige status, der i første omgang havde givet anledning til sletningen hos D A/S.

K A/S stillede som betingelse for at hæve suspenderingen, at:

- B A/S sørger for at have en tilstrækkelig organisation til at håndtere sin status som et selskab optaget til handel på et reguleret marked.
- B A/S forelægger markedet en forretningsplan med en beskrivelse af selskabets aktiviteter, herunder
 - de fremtidige planer
 - opfyldelse af kravet om en treårig historik
 - en afklaring af situationen med hensyn til E A/S

...

Finanstilsynets vurdering

Det kan konstateres, at K A/S den 18. september 2013 optog B A/S til handel på C, uden at der forelå et godkendt og offentliggjort prospekt eller prospektresumé. Hermed var B A/S på dette tidspunkt optaget til handel på både K A/S’ regulerede marked og D A/S’ regulerede marked.

Finanstilsynet anser, at der som udgangspunkt var prospektpligt i forbindelse med B A/S’ optagelse til handel på C efter værdipapirhandelslovens §§

23 og 24, og at K A/S derfor ifølge samme lovs § 21, stk. 2, var forpligtet til at sikre sig, at der forelå et godkendt og offentliggjort prospekt fra B A/S.

I denne sammenhæng ændrer det ikke på B A/S' status som et selskab optaget til handel på C, at aktierne var suspenderet fra handlen fra og med det først mulige handelstidspunkt, kl. 9.00 den 19. september 2013.

Finanstilsynet bemærker, at muligheden for undtagelse fra prospektpligten efter værdipapirhandelslovens §§ 23 og 24 ved optagelse til handel på et reguleret marked er begrænset til de tilfælde, der opregnes i prospektbekendtgørelsens § 15. Som en af betingelserne for undtagelse efter § 15, stk. 2, skal der foreligge et offentliggjort prospektresumé, jf. § 15, stk. 2, nr. 5.

...

Med henvisning til ordlyden af § 15, stk. 2, nr. 5 i prospektbekendtgørelsen er det er Finanstilsynets vurdering, at anvendelsen heraf ikke er begrænset til grænseoverskridende dobbeltnoteringer.

Endvidere bemærker Finanstilsynet, at B A/S på tidspunktet for optagelsen på C ikke opfyldte de faste forpligtelser i forbindelse med sin optagelse til handel hos D A/S (hvilket netop var årsagen til sletningen). Dermed var en anden af betingelserne for undtagelse efter § 15, stk. 2, i prospektbekendtgørelsen ikke opfyldt, jf. § 15, stk. 2, nr. 4.

Efter Finanstilsynets opfattelse var mindst to af betingelserne for undtagelse efter § 15, stk. 2, i prospektbekendtgørelsen således ikke opfyldt den 18. september 2013.

I det tilfælde, at betingelserne ikke opfyldes, gælder pligten efter §§ 23 og 24 i værdipapirhandelsloven til at udarbejde et prospekt, forinden værdipapirer foranlediges optaget til handel på et reguleret marked. B A/S ifaldt således den fulde prospektpligt.

Det er på baggrund af ovenstående Finanstilsynets vurdering, at K A/S den 18. september 2013 optog B A/S til handel på C uden at sikre sig, at det påkrævede offentliggjorte og godkendte prospekt forelå, hvorved K A/S har forsømt sin forpligtelse efter værdipapirhandelslovens § 21, stk. 2, til at foretage en sådan kontrol.

Finanstilsynet har ved telefonsamtale af den 20. september 2013 ... oplyst K A/S om nævnte vurdering og givet K A/S påbud om at slette B aktien fra handlen på det regulerede marked C. Påbuddet er givet i medfør af § 93, stk. 3 i lov om værdipapirhandel m.v.

..."

Ved skrivelse af 24. oktober 2013 har advokat A klaget over afgørelsen. I uddybende klageskrivelse af 7. november 2013 har han anført:

"...

2. Påstande

K nedlægger følgende påstande

Påstand 1: K har ikke overtrådt nogen regler i lov om værdipapir-handel i forbindelse med optagelsen af B-aktien til handel på det regulerede marked C, og Finanstilsynets påbud kan derfor ikke opretholdes.

Påstand 2: Finanstilsynets påbud til K om at slette B-aktien fra handlen på det regulerede marked K Official List er en disproportional og for vidtgående sanktion, og Finanstilsynets påbud kan derfor ikke opretholdes.

3. Anbringender

3.1 Påstand 1 (ingen overtrædelse af regler i lov om værdipapirhandel)

3.1.1 Der foreligger allerede et godkendt prospekt

I Afgørelsen henviser Finanstilsynet til § 21, stk. 2 i lov om værdipapirhandel, hvorefter der skal foreligge et godkendt prospekt ved optagelse af et værdipapir til handel, jf. samme lovs § 23, stk. 2 og § 24, stk. 1.

Allerede af den grund at der foreligger et af Finanstilsynet godkendt prospekt for selskabet dateret april 2007, ses der ikke at være nogen lovhjemmel for Finanstilsynets påbud om at slette B-aktien fra handlen på C.

3.1.2 Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2 finder ikke anvendelse

I Afgørelsen henviser Finanstilsynet til § 15, stk. 2 i Prospektbekendtgørelsen (Bekendtgørelse nr. 643/2012) som grundlag for, at K ikke har overholdt kravene heri i forbindelse med optagelsen af B-aktien til handel på C.

Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2 finder imidlertid ikke anvendelse på den foretagne flytning af B-aktien fra D til C, idet den efter sin ordlyd, baggrund og formål alene vedrører dobbeltnoteringer/flytninger mellem markedspladser i forskellige EU-lande.

En sådan fortolkning af den nævnte bestemmelse understøttes af direktiv 2003/71/EC artikel 4, stk. 2, litra (v), der ligger til grund for prospektbekendtgørelsen § 15, stk. 2, nr. 5. Det fremgår af direktivet, at resumeet skal gøres tilgængeligt i et sprog, der er accepteret af den kompetente myndighed i medlemsstaten. Henvisningerne til ”sprog” og ”medlemsstat” er klare indikationer på, at bestemmelsen sigter på optagelse til handel i en medlemsstat, der er forskellig fra den medlemsstat, der har godkendt det oprindelige prospekt.

Af Kommissionens forslag til prospektdirektivet artikel 4 fremgår tillige følgende:

”Det præciseres i artikel 4, at værdipapirer kun kan optages til omsætning på regulerede markeder, hvis der er offentliggjort et prospekt. **Det anføres dog udtrykkeligt, at der ikke er behov for at udstede et nyt prospekt, hvis emittenten allerede til hjemlandets kompetente myndighed har indgivet registreringsdokumentet og værdipapirnoten med henblik på udbydelse til offentligheden eller optagelse til omsætning på et andet reguleret marked.** Regulerede markeder i Europa, der ønsker at handle værdipapirerne skal acceptere dette prospekt, der er godkendt af den kompetente myndighed i emittentens hjemland. Hensigten er at forbedre mulighederne for multinational handel med værdipapirer på regulerede markeder i EU. Emittenten vil ikke være forpligtet til at indgive et nyt sæt af de indledende oplysningsdokumenter forudsat, at samtlige relevante oplysninger (indgivet til hjemlandets kompetente myndighed) gøres tilgængelige.”

Følgende fremgår tillige af pkt. 35 i prospektdirektivets præambel:

”Udstederens forpligtelse til at lade hele prospektet oversætte til alle relevante officielle sprog bremser grænseoverskridende udbud eller handel flere steder. For at lette grænseoverskridende udbud skal værts- eller hjemlandet kun kunne kræve et resumé på det eller de officielle sprog, når prospektet er udarbejdet på et sprog, der sædvanligvis anvendes i de internationale finanssektorer.”

Denne passus fra præambelen er med til at understrege at de tilsvarende bestemmelser i prospektbekendtgørelsen sigter på grænseoverskridende dobbeltnoteringer og ikke på flytninger indenfor det samme land.

I betragtning af, at der alene kræves et resume i forbindelse med en dobbelt-notering på et reguleret marked i et andet land, synes det ikke at have været i EU lovgivers ånd at pålægge et selskab, der skifter fra et reguleret marked til et andet i det samme land et tilsvarende krav, idet al viden om selskabet berettiget kan antages at være kendt i det pågældende land.

Der har ikke tidligere været eksempler i Danmark på, at et selskab er flyttet fra et reguleret marked til et andet reguleret marked uden samtidig at rejse ny kapital. Ud fra bl.a. MiFID-direktivets intentioner om at styrke konkurrencen blandt børser, synes det dog netop at være hensigten at styrke mulighederne herfor.

B A/S' situation har været fuldt oplyst via selskabets godkendte prospekt samt status som optaget til handel og officiel notering på D, og

der er i relation til markedets oplysninger om selskabet ikke sket nogen forandring i forbindelse med overflytningen fra D til C.

Det er endvidere K' vurdering, at investorbeskyttelsen rent faktisk bliver varetaget endnu bedre på C, idet handlen med selskabets aktier blev suspenderet fra markedets åbning, og indtil selskabet havde givet markedet en opdatering på selskabets forhold.

En længere og fordyrende proces med prospektudarbejdelse mv. er ikke i investorernes interesse, da omkostningerne hertil hverken tjener deres eller selskabets interesse. Finanstilsynets fortolkning af reglerne kan derfor have den stik modsatte effekt end hensigten bag reglerne – nemlig beskyttelse af investorerne og sikring af adgangen til at rejse kapital.

3.1.3 Tvivl om Prospektreglernes anvendelsesområde

Som det er fremgået ovenfor, er det vor klare vurdering, at K har overholdt reglerne i forbindelse med optagelsen af B-aktien til handel på det regulerede marked C.

Såfremt Finanstilsynet var/er af en anden retsopfattelse end den, der berettiget kan udledes af den foreliggende EU-regulering og nationale lovgivning, må Finanstilsynet gøre denne gældende overfor K på en sådan måde, at K og B, der berettiget havde indrettet sig på en anden retsopfattelse, får mulighed for at indrette sig på Finanstilsynets fortolkning, og dermed ikke lider unødvendige tab eller udsættes for en unødvendig hård myndighedsudøvelse.

3.2 Påstand 2 (disproportional retsvirkning)

Som anført ovenfor under afsnit 3.1.3 burde Finanstilsynet, såfremt det er af en anden retsopfattelse end den, der berettiget kan udledes af den foreliggende EU-regulering og nationale lovgivning, gøre denne gældende overfor K på en sådan måde, at K og B, der berettiget havde indrettet sig på en anden retsopfattelse, ikke lider unødvendige tab eller udsættes for en unødvendig hård myndighedsudøvelse.

I overensstemmelse med almindelige retsprincipper og forvaltningsretlige grundsætninger må Finanstilsynet således foretage en konkret vurdering af, om en sletning af B-aktien er den korrekte og/eller eneste relevante sanktion, eller om Finanstilsynet på anden vis bedre vil kunne sikre, at de beskyttelsesværdige hensyn bag reglerne iagttages.

Dette så meget desto mere da Finanstilsynets fortolkning ikke kan støttes på tilsynspraksis eller fremgår af den foreliggende lovgivning eller retslitteratur.

Idet K ved udvisning af rettidig omhu havde valgt at suspendere handlen i B-aktien, ville den rette reaktion fra Finanstilsynets side derfor have været at anmode K om at opretholde suspensionen indtil

eventuelle yderligere betingelser fra Finanstilsynets side var opfyldt.”

I anledning af klagen har Finanstilsynet om sagens retlige omstændigheder i redegørelsen af 10. december 2013 udtalt blandt andet:

”2. Det retlige grundlag

2.1. Pligten for operatøren af det regulerede marked til at sikre sig, at der forelægger et godkendt, offentliggjort prospekt

Det fremgår af § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., at en operatør af et reguleret marked skal fastsætte klare og gennemsigtige regler for optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked. Reglerne skal sikre, at værdipapirer, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde. Af stk. 2 fremgår det, at en operatør af et reguleret marked ved optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked skal sikre sig, at reglerne fastsat i medfør af stk. 1 er overholdt, og at der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, jf. § 23, stk. 2, og § 24, stk. 1.

Ovenstående er en implementering af artikel 40-41 i MiFID-direktivet [Europaparlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter].

Det følger af præambel nr. 31 og 57 til MiFID-direktivet, at:

”(31) Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne [...].

(57) Dette direktivs bestemmelser om instrumenters optagelse til handel i henhold til de af det regulerede marked håndhævede regler bør ikke berøre anvendelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2001/34/EF af 28. maj 2001 vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer [”Betingelsesdirektivet”, som senere ændret ved Prospektdirektivet.]. Et reguleret marked bør ikke forhindres i at stille strengere krav til udstederne af værdipapirer eller instrumenter, som det regulerede marked påtænker at optage til handel, end dem, der stilles i medfør af dette direktiv.”

Herudover følger det af artikel 40, stk. 3, i MiFID-direktivet, at:

”Stk. 3. [...] medlemsstaterne [stiller] krav om, at det regulerede marked indfører og opretholder effektive ordninger med henblik på at kontrollere, at udstedere af værdipapirer, som har adgang til at handle på det regulerede marked, opfylder deres fællesskabsretlige forpligtelser til indledningsvis, løbende eller på ad hoc-basis at videregive oplysninger.

Medlemsstaterne sikrer, at det regulerede marked indfører ordninger, som gør det lettere for dets medlemmer og deltagere at få adgang til oplysninger, der er blevet offentliggjort i henhold til fællesskabsretten.”

2.2. Prospektpligten

2.2.1. Prospektpligten – generelt

Det følger af § 23 i lov om værdipapirhandel m.v., at:

”En udsteder eller en person, der anmoder om optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, må ikke foranledige optagelse af værdipapirerne til handel, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1. Tilsvarende må en udbyder ikke foretage udbud af værdipapirer til offentligheden, før der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1.

Stk. 2. Finanstilsynet træffer beslutning om prospektets godkendelse.

Stk. 3. Prospektet skal indeholde de oplysninger, der anses for fornødne for, at investorerne og deres investeringsrådgivere kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter samt over en eventuel garanti og over de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, som udbydes til offentligheden eller optages til handel.”

Følgende fremgår endvidere af § 24, stk. 1 og 2, i lov om værdipapirhandel m.v.:

”Udbud til offentligheden af værdipapirer og optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked må ikke finde sted, før prospektet er offentliggjort efter de regler, som er fastsat i medfør af stk. 2.

Stk. 2. Finanstilsynet fastsætter regler om udbudsmateriale og om prospekters offentliggørelse.”

Finanstilsynet har i medfør af § 23, stk. 7 og 8, og § 24, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. udstedt bekendtgørelse nr. 643 af 19. juni 2012 om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentlige udbud af værdipapirer over 5.000.000 euro (”Prospektbekendtgørelsen”).

2.2.2. Undtagelsen til prospektpligten

Af Prospektbekendtgørelsen fremgår en række undtagelser til prospektpligten efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. Følgende fremgår af § 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen:

”Stk. 2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. finder ikke anvendelse for optagelse til handel på et reguleret marked for værdipapirer, der allerede er opta-

get til handel på et andet reguleret marked, når følgende betingelser er opfyldt:

- 1) Værdipapirerne eller værdipapirer af samme klasse har været optaget til handel på dette andet regulerede marked i mere end 18 måneder.
- 2) Prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til handel på dette andet regulerede marked efter 1. juli 2005, er godkendt og stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med artikel 14 i direktiv 2003/71/EF med de ændringer, der følger af direktiv 2010/73/EU om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel.
- 3) Prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til handel efter den 30. juni 1983, men før den 1. juli 2005, er godkendt i overensstemmelse med kravene i direktiv 80/390/EØF om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med, og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres med henblik på optagelse af værdipapirer til officiel notering på en fondsbørs eller direktiv 2001/34/EF vedrørende betingelserne for optagelse til officiel notering på en fondsbørs samt oplysninger, der skal offentliggøres om disse værdipapirer.
- 4) De faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette andet regulerede marked er opfyldt.
- 5) Den person, der anmoder om at få optaget et værdipapir til handel på et reguleret marked i Danmark under henvisning til stk. 2, udarbejder et resumé, der stilles til rådighed for offentligheden på dansk i henhold til kapitel 6.
- 6) Indholdet af resuméet, jf. nr. 5, skal være i overensstemmelse med § 16, stk. 3. Dokumentet skal endvidere angive, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, findes.”

Ovenstående prospektregler stammer fra Prospektdirektivet [Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF]. Følgende fremgår af præambel nr. 16, 19, 20 og 30 til Prospektdirektivet:

”(16) *Et af formålene med direktivet er at beskytte investorerne [...].*

(19) *Investeringer i værdipapirer indebærer som enhver anden form for investering en risiko. Der er i alle medlemsstater behov for foranstaltninger til beskyttelse af faktiske og potentielle investorers interesser, så disse sættes i stand til at vurdere sådanne risici korrekt og dermed kan træffe deres investeringsbeslutninger på et kvalificeret grundlag.*

(20) *Sådanne oplysninger, som bør være tilstrækkelige og så objektive som muligt vedrørende udstederens finansielle forhold og*

de rettigheder, der er knyttet til værdipapirerne, skal offentliggøres i en let analyserbar og forståelig form. En harmonisering af de oplysninger, der skal indgå i prospektet, vil kunne yde ensartet investorbekendtgørelse på fællesskabsplan.

- (30) Forskelle med hensyn til effektivitet, arbejdsmetoder og tidsforløb i kontrollen af oplysningerne i et prospekt vil ikke blot gøre det vanskeligere for virksomheder at rejse kapital eller blive optaget til handel på et reguleret marked i flere medlemsstater, men vil også hindre, at investorer, der er etableret i en medlemsstat, kan erhverve værdipapirer, der udbydes af en udsteder etableret i en anden medlemsstat eller optages til handel i en anden medlemsstat. Disse forskelle bør fjernes ved at harmonisere reglerne og forskrifterne, så der kan opnås en hensigtsmæssig grad af overensstemmelse mellem de sikkerhedsforanstaltninger, der gælder i de enkelte medlemsstater, for at sikre nuværende og potentielle ihændehavere af værdipapirer en fyldestgørende information, der er så objektiv som mulig.”

Herudover følger det af Prospektdirektivets artikel 1, stk. 1, at formålet med dette direktiv er at harmonisere kravene ved udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt i en medlemsstat.

Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2, implementerer Prospektdirektivets artikel 4, stk. 2, litra h. Det følger heraf, at:

”Stk. 2. Forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt finder ikke anvendelse på optagelse til handel på et reguleret marked for følgende former for værdipapirer:

[.....]

h) værdipapirer, der allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked på følgende betingelser:

- i) at disse værdipapirer eller værdipapirer af samme klasse har været optaget til handel på dette andet regulerede marked i mere end 18 måneder*
- ii) at optagelsen til handel på dette andet regulerede marked, for så vidt angår værdipapirer, der første gang blev optaget til handel på et reguleret marked efter datoen for direktivets ikrafttrædelse, var tilknyttet et godkendt prospekt, der blev stillet til rådighed for offentligheden i overensstemmelse med artikel 14*
- iii) at prospektet for værdipapirer, der første gang blev optaget til notering efter den 30. juni 1983, undtagen i tilfælde henhørende under nr. ii), blev godkendt i overensstemmelse med kravene i direktiv 80/390/EØF eller direktiv 2001/34/EF*

- iv) *at de faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette andet regulerede marked er opfyldt*
- v) *at den person, der anmoder om at få optaget et værdipapir til handel på et reguleret marked under henvisning til denne undtagelse, udarbejder et resumé, der stilles til rådighed for offentligheden på et sprog, der er accepteret af den kompetente myndighed i den medlemsstat, hvor det regulerede marked er etableret, som anmodningen om optagelse er rettet mod*
- vi) *at resuméet i nr. v) stilles til rådighed for offentligheden i den medlemsstat, hvor det regulerede marked er etableret, og hvor anmodningen om optagelse til handel er fremsat efter fremgangsmåden i artikel 14, stk. 2, og*
- vii) *at resuméets indhold skal være i overensstemmelse med artikel 5, stk. 2. Dokumentet skal endvidere angive, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, findes.”*

3. Finanstilsynets vurdering

3.1. Formålet med reglerne

Formålet med Prospektdirektivet er at beskytte investorers interesser, således at disse sættes i stand til at vurdere risici korrekt og dermed kan træffe en investeringsbeslutning på et kvalificeret grundlag. Dette sikres ved harmonisering af kravene for udarbejdelse, godkendelse og udsendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, der er beliggende i eller er aktivt i en medlemsstat.

Harmoniseringen sikrer dermed en ensartet investorbeskyttelse på fællesskabsplan.

Hensynet til investorbeskyttelsen efter Prospektdirektivet indebærer derfor også prospektpligt for optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, der allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked. Prospektpligten kan dog i dette tilfælde undtages, forudsat at en række betingelser er opfyldt, jf. Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2, herunder at de faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette andet regulerede marked er opfyldt, samt at der i stedet udarbejdes et prospektresumé, jf. Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2, nr. 4 og 5.

Kravet om udarbejdelse af prospektresuméet, samt henvisningen heri til, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, kan findes, sætter dermed investorerne i stand til at træffe en investeringsbeslutning på et kvalificeret grundlag.

Hvor Prospektdirektivets formål er at sikre investorbeskyttelsen, er det generelle formål med MiFID-direktivet at sikre ordentlige og velfungerende infrastrukturelle rammer for værdipapirhandel. Som led heri pålægges ope-

ratøren af det regulerede marked en pligt til at sikre sig, at der ved optagelse af værdipapirer til handel forelægger et offentliggjort, godkendt prospekt.

Det følger dog udtrykkeligt af præambel 57 i MiFID-direktivet, at MiFID-direktivets regler ikke bør berøre anvendelsen af Prospektdirektivets regler. Det betyder, at reglerne i MiFID-direktivet om optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked (artikel 40) forudsætter, at prospektpligten efter Prospektdirektivet er opfyldt.

3.2. Bs prospektpligt og Ks optagelse af B til handel på C

§ 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. indeholder en pligt for operatøren af det pågældende regulerede marked til objektivt at sikre, at der ved optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked foreligger et godkendt, offentliggjort prospekt, jf. §§ 23, stk. 2, og 24, stk. 1, i samme lov.

Såfremt der ikke foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, kan operatøren af det pågældende regulerede marked derfor som udgangspunkt ikke optage det pågældende selskabs værdipapirer til handel.

Såfremt der er tvivl om, hvorvidt undtagelserne til prospektpligten er opfyldt, kan udstederselskabet rette henvendelse til Finanstilsynet, som er den kompetente myndighed på området.

...

Nedenfor redegøres for Finanstilsynets vurdering af, at Bs prospekt fra 2007 ikke kunne anvendes ved optagelse til handel på C i september 2013 (afsnit 3.2.1.), samt at undtagelserne til prospektpligten efter § 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen *finder* anvendelse ved dobbeltnotering inden for samme land, men at B ikke opfyldte betingelserne (afsnit 3.2.2.). Det vurderes på denne baggrund (afsnit 3.2.3.), at K har overtrådt § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v.

3.2.1. Krav om gyldigt prospekt ved optagelse til handel på C

Finanstilsynet bemærker indledningsvis, at det følger af § 23, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., at foranledning af optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked ikke må finde sted, førend der er offentliggjort et godkendt prospekt for de pågældende værdipapirer, jf. stk. 2 og § 24, stk. 1.

Som beskrevet i afsnit 2.1.1 har Finanstilsynet i medfør af § 23, stk. 7, og § 24, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. udstedt Prospektbekendtgørelsen. Det følger af bekendtgørelsens § 22, stk. 1, at et prospekt er gyldigt i højst 12 måneder fra godkendelsen, eller indtil optagelsen har fundet sted, afhængig af hvad der sker først.

Henset til de forhold 1) at Bs prospekt er fra 2007, og 2) at prospektet dannede grundlag for optagelse til handel af de pågældende værdipapirer på et andet reguleret marked (D), er det Finanstilsynets vurdering, at prospektet ikke var gyldigt på tidspunktet for optagelsen til handel på C i september 2013. Prospektet kunne derfor ikke anvendes til optagelse til handel på C.

B skulle derfor, såfremt selskabet ønskede aktierne optaget til handel på C, udarbejde et nyt prospekt efter reglerne herom i §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v., med mindre betingelserne for undtagelse herfor, jf. § 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen, var opfyldt.

3.2.2. Undtagelse til prospektpligt i tilfælde af dobbeltnotering

Det fremgår af § 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen, at prospektpligten efter §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v. ikke finder anvendelse for optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, der allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked, når betingelserne, som nævnt i nr. 1-6, er opfyldt.

3.2.2.1. § 15, stk. 2, nr. 4 i Prospektbekendtgørelsen

En af betingelserne for undtagelse til prospektpligten i tilfælde af dobbeltnotering er, at de faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette andet regulerede marked er opfyldt.

Ved faste forpligtelser forstås dels de pligter, som udstederselskabet er underlagt i henhold til lov om værdipapirhandel m.v., og dels de privatretlige regler, som operatøren af det regulerede marked skal fastsætte i henhold til lov om værdipapirhandel m.v.

Eksempelvis skal en operatør af et reguleret marked have regler, der sikrer en redelig og korrekt handel, og opstille objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer, jf. § 18, stk. 2, nr. 4, i lov om værdipapirhandel m.v., ligesom operatøren skal have klare og gennemsigtige regler, som skal sikre, at værdipapirer, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, jf. § 21, stk. 1. Disse regler udspringer af de infrastrukturelle krav til en operatør af et reguleret marked, som stammer fra MiFID-direktivet.

D har ved afgørelse af 11. juli 2013 netop meddelt B, at det var Ds vurdering, at B ikke længere opfyldte de af D fastsatte regler for optagelse til handel. D besluttede på denne baggrund at afnotere B fra handel med sidste handelsdag den 18. september 2013.

Det er på denne baggrund Finanstilsynets vurdering, at eftersom B ikke opfyldte de faste forpligtelser i forbindelse med handel på D, var betingelsen efter § 15, stk. 2, nr. 4, i Prospektbekendtgørelsen ikke opfyldt.

Det bemærkes desuden, at det ikke af sagen fremstår som om, at B, forinden anmodning om optagelse på handel på C, havde foretaget en tilbundsående undersøgelse af, hvorvidt § 15, stk. 2, i prospektbekendtgørelsen kunne finde anvendelse. Særligt bemærkes, at hverken K eller B har forholdt sig til det forhold, at værdipapiret ikke opfyldte de faste forpligtelser i forbindelse med optagelse til handel på D. Hverken B eller K har således forholdt sig til det forhold, at D i juli 2013 meddelte B, at aktien ville blive slettet fra handlen.

3.2.2.2. § 15, stk. 2, nr. 5-6 i Prospektbekendtgørelsen

En anden betingelse for undtagelse til prospektpligten i tilfælde af dobbelt-notering er, at 5) den person, der anmoder om at få optaget et værdipapir til handel på et reguleret marked i Danmark under henvisning til stk. 2, udarbejder et resumé, der stilles til rådighed for offentligheden på dansk i henhold til kapitel 6, og 6) at indholdet af resuméet, jf. nr. 5, skal være i overensstemmelse med § 16, stk. 3. Dokumentet skal endvidere angive, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, og hvor de finansielle oplysninger, som udstederen har offentliggjort i overensstemmelse med sin faste oplysningspligt, findes.

...

Finanstilsynet bemærker ..., at bestemmelsen *ikke* i sin ordlyd findes at skelne mellem, hvorvidt dobbeltnoteringer finder sted nationalt mellem regulerede markeder, eller mellem regulerede markeder i forskellige EU/EØS-lande. I øvrigt bemærkes, at EU reglerne har til hensigt at skabe en ensartet retstilstand i hele EU, således at der hverken fastsættes lempeligere eller strengere regler ved dobbeltnoteringer inden for samme land.

Det er således Finanstilsynets vurdering, at en ordlydsfortolkning af § 15, stk. 2, nr. 5 og 6, i Prospektbekendtgørelsen fører til, at anvendelsen heraf ikke er begrænset til grænseoverskridende dobbeltnoteringer. Dette gælder uanset, at bestemmelsen anvender begreber som ”i Danmark” og ”på dansk”.

Finanstilsynet bemærker endvidere, at der heller ikke i Prospektdirektivet synes at kunne findes belæg for, at undtagelsesbestemmelsen kun finder anvendelse ved grænseoverskridende dobbeltnoteringer.

At der generelt ikke gælder en sondring mellem de regulerede markeders fysiske placering i tilfælde af dobbeltnotering, synes endvidere at fremgå af lovbemærkningerne (L20/2006) til § 21, stk. 4, jf. stk. 3;

”Med forslaget til stk. 4 gennemføres [MiFID-] direktivets artikel 40, stk. 5, 1. pkt., 2. led. Bestemmelsen forpligter den, der anmoder om optagelse af et værdipapir til handel på et reguleret marked uden udstederens samtykke, til at overholde reglerne om oplysningsforpligtelser for udstedere i loven, herunder reglerne i § 27 om offentliggørelse af intern viden og reglerne om udarbejdelse af prospekt m.v. i lovens §§ 23 og 24. Hvis optagelsen sker på foranledning af operatøren af det regulerede marked, påhviler forpligtelsen operatøren. Af bestemmelsen fremgår det indirekte, at en udsteder, der ikke selv har anmodet om at få sine værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, ikke er underlagt lovens oplysningsforpligtelser for udstedere, jf. også det gældende § 27, stk. 3.

Reglen om fritagelse for pligten til at offentliggøre et prospekt, jf. § 13, stk. 2, i bekendtgørelse nr. 306 af 28. april 2005 (om prospekter for værdipapirer, der optages til notering eller handel på et reguleret marked, og ved første offentlige udbud af værdipapirer over 2.500.000 euro) [Svarende til § 15, stk. 2, i den nugældende Prospektbekendtgø-

relse.] kan i denne forbindelse få særlig betydning. Det fremgår af § 13, stk. 2, at der under visse betingelser ikke er pligt til at offentliggøre et prospekt efter §§ 23 og 24 ved optagelse af et værdipapir til handel på et reguleret marked, hvis værdipapiret allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked i Danmark eller et andet EU/EØS-land. Det kan eksempelvis betyde, at et værdipapir kan optages til handel på et reguleret marked uden udstederens samtykke og uden offentliggørelse af et prospekt, hvis værdipapiret er optaget til handel på et andet reguleret marked, og hvis betingelserne i bekendtgørelsens § 13, stk. 2, i øvrigt er opfyldt.”

Det er Finanstilsynets vurdering, at bl.a. kravet om, at der skal stilles oplysninger til rådighed for offentligheden om, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, samt hvor de af udstederen offentliggjorte finansielle oplysninger kan findes, er i overensstemmelse med Prospektdirektivets formål – nemlig at sikre, at investorerne sættes i stand til at vurdere risici korrekt, således at disse kan træffe en investeringsbeslutning på et kvalificeret grundlag.

Sammenfattende er det Finanstilsynets vurdering, at eftersom B ikke i forbindelse med optagelse af selskabets aktier til handel på C har udarbejdet et prospektresumé, var betingelserne efter § 15, stk. 2, nr. 5-6, i Prospektbekendtgørelsen ikke opfyldt.

3.2.3. Ks optagelse af B til handel på C

§ 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. indeholder en pligt for operatøren af det regulerede marked til at sikre sig, at der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, jf. § 23, stk. 2 og § 24, stk. 1.

Netop henvisningen til § 23, stk. 2, og § 24, stk. 1, betyder, at det prospekt, som operatøren af det regulerede marked har pligt til at sikre sig foreligger ved optagelse, er udarbejdet, offentliggjort og gyldigt i henhold til lov om værdipapirhandel m.v. og Prospektbekendtgørelsen.

Som beskrevet i afsnit 3.2.1 og 3.2.2 er det Finanstilsynets vurdering, at B's prospekt fra 2007 ikke var gyldigt på tidspunktet for optagelsen til handel på C, ligesom betingelserne for undtagelse til prospektpligten ikke var opfyldt. Det er på denne baggrund Finanstilsynets vurdering, at B har foranlediget optagelse af selskabets aktier til handel på C uden forinden at have offentliggjort et godkendt prospekt, jf. § 23, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Det er endvidere Finanstilsynets vurdering, at K har overtrådt § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. ved at optage B til handel på C uden at have sikret sig, at der forelå et offentliggjort, godkendt og gyldigt prospekt.

4. Konklusion

4.1. Den af K nedlagte første påstand

...

Finanstilsynet gør ... gældende, at påbuddet fastholdes, idet Finanstilsynet vurderer, at K har overtrådt reglerne i lov om værdipapirhandel m.v., nær-

mere bestemt § 21, stk. 2 i lov om værdipapirhandel m.v., idet der ikke forelå et godkendt, offentliggjort og gyldigt prospekt. Det bemærkes, at K har efterkommet påbuddet, idet B blev slettet fra handlen på C med virkning fra den 20. september 2013.

Finanstilsynet **opfordrer** endvidere K til nærmere at redegøre for K's undersøgelser og overvejelser forud for beslutningen om at optage B til handel på C, særligt i relation til prospektet fra 2007, samt det forhold, at D i juli 2013 vurderede, at B ikke længere opfyldte de af D fastsatte betingelser for optagelse til handel, hvorefter D besluttede at afnotere B fra handlen.

Finanstilsynet anerkender, at D's regler for optagelse af handel ikke nødvendigvis er enslydende med, eller håndhæves på samme måde som reglerne på C. Det er dog Finanstilsynets vurdering, at det bør skærpe K's undersøgelsespligt efter § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., at det andet regulerede marked, hvorpå B var optaget til handel, havde valgt at slette det pågældende værdipapir. Som fremhævet i afsnit 3.2.2 fremgår det netop af § 15, stk. 2, nr. 4, i Prospektbekendtgørelsen, at det er en betingelse for undtagelse til prospektpligten, at det værdipapir, der ønskes optaget til handel på det regulerede marked, opfylder betingelserne på det regulerede marked, hvorpå værdipapiret allerede er optaget til handel.

4.2. Den af K nedlagte anden påstand

...

Det er Finanstilsynets vurdering, at i tilfælde hvor værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, uden at reglerne herfor er blevet overholdt, findes der ikke en mindre vidtgående reaktion end at påbyde operatøren af det pågældende regulerede marked at slette værdipapirerne fra handlen.

Dette skyldes, at formålet ved prospektpligten ved optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked er, at investorerne sættes i stand til at vurdere risici korrekt, således at investeringsbeslutningen kan træffes på et kvalificeret grundlag.

Det er endvidere Finanstilsynets vurdering, at K's forslag om, at Finanstilsynet kunne påbyde K at opretholde suspensionen af B, indtil eventuelle yderligere betingelser fra Finanstilsynets side var opfyldt, ikke er muligt. Dette ville i så fald betyde en accept af en retstilstand, hvor værdipapirer kan optages til handel på et reguleret marked, for først efterfølgende at overholde reglerne for optagelse hertil. Dette vil efter Finanstilsynets vurdering være særdeles uhensigtsmæssigt og i øvrigt direktivstridigt.

Endelig var det nødvendigt for Finanstilsynet at påbyde K at slette B fra handlen, idet en fortsat optagelse af B på C ville give andre regulerede markeder mulighed for – under forudsætning af prospektpligten overholdes – at optage B til handel på disse handelspladser, uden B's samtykke, jf. § 21, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. Det skal hertil bemærkes, at § 21, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v. stammer fra artikel 40, stk. 5, 1. pkt., 1. led, i MiFID-direktivet, hvorfor muligheden for at optage B på andre regulerede markeder ikke er afgrænset til andre regulerede markeder i Danmark.

4.3. Afsluttende bemærkning

Det fremgår af K's anke til Erhvervsankenævnet, at der ikke tidligere har været eksempler i Danmark på, at et selskab er flyttet fra et reguleret marked til et andet reguleret marked uden samtidig at rejse kapital. Det er Finanstilsynets vurdering, at K dermed siger, at den konkrete sag har været den første af sin karakter i Danmark. K har med andre ord valgt at lægge en forståelse af reglerne i lov om værdipapirhandel m.v. til grund, første gang de blev anvendt, uden forinden at rette henvendelse til den relevante myndighed.

I betragtning af bestemmelsesernes ordlyd, særligt § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., hvorefter det fremgår, at det regulerede marked har en undersøgelsespligt, når værdipapirer optages til handel på et reguleret marked, kan det undre Finanstilsynet, at K ikke valgte at forelægge problemstillingen for Finanstilsynet, før K valgte at imødekomme anmodningen fra B om optagelse til handel på C.

Det synspunkt skal naturligvis ses i lyset af, at denne sag, som anført af K, ikke tidligere er set i Danmark.”

Ved skrivelse af 8. januar 2014 har advokat A yderligere anført:

” ...

2. Vedrørende prospektpligten

Det var og er fortsat K opfattelse, at gældende regler er overholdt. Der foreligger et af Finanstilsynet godkendt prospekt for B A/S dateret april 2007 med første handelsdag den 6. juni 2007. Selskabet har fra den dato været optaget til handel på et reguleret marked uden ophold frem til datoen for K godkendelse af optagelsen til handel på C den 18. september 2013.

At D den 11. juli 2013 traf beslutning om at slette selskabet ændrer frem til tidspunktet for sletningen på D ikke på selskabets status som optaget til handel på et reguleret marked – hvilket selskabets rådgiver, advokat N.E. Nielsen, ..., tidligere har fået mundtligt bekræftet hos ... [en navngiven] vicekontorchef i Børskontoret, Finanstilsynet.

På tidspunktet for K godkendelse af selskabet til optagelse til handel på C forelå der derfor et godkendt prospekt, jf. § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel.

3. Vedrørende Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2

Det var og er fortsat K opfattelse, at § 15, stk. 2 i Prospektbekendtgørelsen ikke finder anvendelse i nærværende sammenhæng, fordi den efter sin ordlyd, baggrund og formål alene vedrører dobbeltnoteringer/flytninger mellem markedspladser i forskellige EU-lande.

Finanstilsynet anfører, at det af sagen fremgår, at K ikke har foretaget en tilbundsgående undersøgelse af, hvorvidt § 15 stk. 2 i Prospektbekendtgørelsen finder anvendelse eller ej. Hertil skal bemærkes, at K har forholdt sig til dette spørgsmål, idet der i K anke af 7. november 2013 netop henvises til Kommissionens forslag til prospektdirektivet og til pkt. 35 i prospektdirektivets præambel. K konklusion er herefter, at Prospektbekendtgørelsens § 15, stk. 2 i overensstemmelse med den EU-retlige hjemmel alene sigter på grænseoverskridende dobbeltnoteringer og ikke på flytninger indenfor det samme land.

Det forekommer uproportionalt og uhensigtsmæssigt at fortolke reglerne sådan, at der pålægges et selskab så voldsomme byrder i forbindelse med en flytning fra ét reguleret marked til et andet, når det er markeder i samme land. Det er netop hensigten med MiFID-direktivet at styrke konkurrencen blandt børser, og hvis det alene skal kunne ske ved at et selskab skal igennem en så administrativ tung proces som indikeret af Finanstilsynet, vil konkurrencen blot være en illusion.

4. Vedrørende K godkendelse af optagelsen til handel

Finanstilsynet gør i sin udtalelse gældende at det forhold, at D har besluttet at slette selskabet bør skærpe K undersøgelsespligt.

K har forståelse for Finanstilsynet synspunkt men skal i den sammenhæng bemærke, at selv om D og K er underlagt den samme lovgivning på dette område, er der væsentlige forskelle markedspladserne imellem. K regelsæt er mere fleksibelt og møntet på mindre og mellemstore virksomheder, hvorfor det ikke forholder sig sådan, at et brud på Ds regler pr. automatik vil være et brud på regelsættet for C.

I denne situation, hvor et mindre selskab har ansøgt om optagelse til handel i forbindelse med, at det er på vej til at blive slettet fra et andet reguleret marked, vil K vurdere selskabet med udgangspunkt i regelsættet for C. Forud for K godkendelse af ansøgningen er der gennemført en due diligence af selskabet og aktivt taget stilling til de grunde, som D lagde til grund for sin beslutning. På baggrund af disse grundige undersøgelser blev det konkluderet, at selskabet opfyldte regelsættet for C, og derudover fandt K det væsentligt, at et marked for selskabets aktier blev opretholdt – til gavn for de eksisterende aktionærer.

I forbindelse med selskabets ansøgning om optagelse til handel på C blev Ds afgørelse om sletning forelagt for K. Det fremgår heraf, at D sletter selskabet, fordi

1. Selskabet har været langsom og uklar i sin kommunikation med D,
2. Selskabet i sin nuværende form ikke har tre års historik,
3. Selskabet ikke har påvist, at det har indtjeningssevne på koncernniveau, og at D ikke er blevet præsenteret for en plan for, hvordan selskabet vil fremskaffe yderligere driftskapital,

4. Selskabet opfyldte ikke Ds spredningskrav,
5. Selskabets bestyrelse havde ikke tilstrækkelig kompetence til at lede et børsnoteret selskab,
6. Selskabets organisation var ikke tilstrækkelig til at håndtere de pligter, som et børsnoteret selskab er pålagt.

Ad 1

K har i forbindelse med selskabets ansøgning om optagelse til handel haft en grundig og kontinuerlig dialog med selskabet, og K har på den baggrund ikke haft nogen grund til at antage, at selskabet ikke kunne kommunikere på tilfredsstillende vis med K.

Ad 2

Regelsættet for C stiller krav om tre års historik, men ikke specifikke krav om, at det skal være tre års historik med den nuværende aktivitet – et selskab kan således godt ændre karakter undervejs.

Ad 3

Regelsættet for C stiller krav om, at selskabet leverer en working capital statement, efter hvilken det skal fremgå, at selskabet har kapital til minimum 12 måneders drift. B A/S fremlagde en sådan working capital statement for K.

Ad 4

Regelsættet for C indeholder ikke specifikke spredningskrav, og da selskabets aktier var spredt blandt mere end 180 aktionærer, var det K vurdering, at der var et tilstrækkeligt grundlag for en redelig, velordnet og effektiv handel i selskabets aktier.

Ad 5 og 6

K var enig i Ds kritik på dette punkt, men dog ikke i en sådan grad, at det kunne stå i vejen for en godkendelse af optagelse til handel. En væsentlig årsag hertil var og er, at K fokuserer på mindre og mellemstore virksomheder, og K har derfor et andet udgangspunkt end D. K udgangspunkt er at samarbejde med selskabet med henblik på at få det til at etablere en passende ledelse og organisation.

K traf derfor beslutning om at suspendere selskabet straks fra først mulige handelstidspunkt og indtil selskabet havde opgraderet sin organisation og ledelse til bedre at kunne håndtere at være optaget til handel på et reguleret marked.

K stillede endvidere krav om, at selskabet – for at suspensionen kunne ophæves – offentliggjorde en forretningsplan, der nærmere redegjorde for selskabets forhold sådan, at markedet kunne få et klart billede af selskabet og dets aktiviteter samt fremtidsplaner.

På denne baggrund fandt K ikke, at Ds beslutning om at slette selskabet betød, at K ikke kunne godkende selskabets aktier til optagelse til handel på C. En sletning ville indebære en alvorlig konsekvens for selskabets

investorer, og det var og er K klare opfattelse, at investorernes interesse blev bedst varetaget ved at træffe den ovennævnte beslutning.

5. Vedrørende Finanstilsynets afgørelses disproportional retsvirkning

Finanstilsynet anfører i sin udtalelse, at K forslag om, at Finanstilsynet kunne påbyde K at opretholde suspensionen af B A/S indtil eventuelle yderligere betingelser fra Finanstilsynets side var opfyldt vil indebære accept af en retstilstand, hvor værdipapiret kan optages til handel på et reguleret marked for først efterfølgende at overholde reglerne for optagelse hertil. K er ikke enig heri. Selskabet opfyldte reglerne for optagelse til handel på et reguleret marked, som anført ovenfor under pkt. 3. At afvise selskabets ansøgning om optagelse til handel ville i sig være en disproportional handling, som i yderste konsekvens kunne medføre et erstatningsansvar for K overfor B A/S.

Endvidere er det væsentligt at B A/S, som anført under pkt. 3 allerede var optaget på et reguleret marked inden ansøgningen om optagelse til handel på C blev fremsendt til K. Der var derfor fuld åbenhed om selskabets situation via selskabets godkendte prospekt samt status som optaget til handel og officiel notering på D, og der er i relation til markedets oplysning om selskabet ikke sket nogen forandring i forbindelse med overflytningen fra D til C.

6. Vedrørende det forhold, at sagen er den første af sin art i Danmark

I sin udtalelse gentager Finanstilsynet K udsagn om, at en sag som den foreliggende ikke tidligere er set i Danmark, og udtrykker undren over, at K ikke har kontaktet Finanstilsynet herom forud for godkendelse af aktierne til optagelse til handel på C.

Hertil skal bemærkes, at K ikke så nogen grund til at kontakte Finanstilsynet, da det var – og stadig er – K klare opfattelse, at gældende regler er overholdt.

K ønsker slutteligt at gentage sit synspunkt fra den fuldstændige anke af 7. november 2013 om, at såfremt Finanstilsynet var/er af en anden retsopfattelse end den, der berettiget kan udledes af den foreliggende EU-regulering og nationale lovgivning, må Finanstilsynet gøre denne gældende overfor K på en sådan måde, at K og B, der berettiget havde indrettet sig på en anden retsopfattelse, får mulighed for at indrette sig på Finanstilsynets fortolkning, og dermed ikke lider unødvendige tab eller udsættes for en unødvendig hård myndighedsudøvelse.”

Finanstilsynet har ved skrivelse af 3. februar 2014 heroverfor bemærket:

” ...

1. Finanstilsynets påbud om sletning af B A/S fra C

Det følger af § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., at en operatør af et reguleret marked ved optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked skal sikre sig, at reglerne fastsat i medfør af stk. 1 er overholdt, og at der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, jf. § 23, stk. 2, og § 24, stk. 1.

Bestemmelsen indeholder dermed en pligt for operatøren af det regulerede marked til at efterprøve 1) om de privatretlige regler efter § 21, stk. 1, er opfyldt, og 2) om der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt.

Finanstilsynet skal gøre opmærksom på, at Finanstilsynets påbud af 27. september 2013 blev givet som følge af, at Finanstilsynet vurderede, at K ikke havde sikret sig, at der forelå et godkendt og offentliggjort prospekt.

Finanstilsynet har således ikke foretaget en kontrol af, om K samtidig sikrede sig, at det af K fastsatte regelsæt efter § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., var opfyldt. Ligeledes har Finanstilsynet ikke foretaget en kontrol af, hvorvidt regelsættet faktisk sikrer, at værdipapirer, der optages til handel på C, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, jf. § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Finanstilsynet har ikke foretaget kontrol af disse forhold, idet Finanstilsynet har vurderet, at K har overtrådt § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., allerede fordi der ikke forelå et godkendt og offentliggjort prospekt.

Det kan dog undre, at en operatør af et reguleret marked, som efter § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., har pligt til at fastsætte klare og gennemsigtige regler for optagelse af værdipapirer til handel, således at det bl.a. sikres, at de pågældende værdipapirer kan handles på en *effektiv måde*, optager et værdipapir til handel, for straks herefter at suspendere handlen i værdipapiret indtil visse krav, fastsat af operatøren af det regulerede marked, opfyldes.

2. Finanstilsynets bemærkninger til Ks supplerende indlæg

Finanstilsynet ... fastholder ..., at prospektet fra 2007 ikke var gyldigt på tidspunktet for optagelse til handel på C i september 2013, jf. bemærkningerne i afsnit 3.2.1. i Finanstilsynets svarskrift af 10. december 2013.

...

2.2.1. "Voldsomme byrder" ved dobbeltnoteringer

Finanstilsynet bemærker først og fremmest, at udgangspunktet for enhver optagelse af værdipapirer til handel er, at der skal udarbejdes et prospekt, jf. §§ 23-24 i lov om værdipapirhandel m.v.

Prospektpligten har til formål at beskytte investorerne ved at stille krav om, at de værdipapirer, der udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, indeholder oplysninger, som er nødvendige, for at investorerne kan danne sig et velbegrundet skøn over udstederens aktiver og

passiver, finansielle stilling, resultater, forventede udvikling samt en eventuel garant og over de rettigheder, der er knyttet til disse værdipapirer.

§ 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen indeholder imidlertid en lempelse af hovedreglen (prospektpligten) ved optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, som allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked. Det forudsættes dog, at visse betingelser opfyldes, herunder udarbejdelse af et prospektresumé, samt at det angives, hvor det seneste prospekt kan rekvireres, m.v. Betingelserne sikrer, at investorerne på ”det nye” regulerede marked – som ikke tidligere har haft mulighed for at handle det pågældende værdipapir – får de fornødne oplysninger om udstederselskabet, således at disse investorer kan træffe en investeringsbeslutning på et oplyst grundlag.

Ved vedtagelse af de gældende lovregler og ved udstedelsen af Prospektbekendtgørelsen er der fra lovgivers side sket en afvejning af hensynet til oplysning af investorerne i forhold til byrderne for virksomhederne. Ks argument om, at et udstederselskab i tilfælde af dobbeltnoteringer pålægges ”voldsomme byrder”, kan ikke retfærdiggøre, at gældende lov og bekendtgørelse ikke efterleves. Det bemærkes i den forbindelse, som også anført i Finanstilsynets svarskrift af 10. december 2013 (afsnit 3.2.2), at Finanstilsynet vurderer, at undtagelserne til prospektpligten efter § 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen *finder* anvendelse i sådanne situationer (dvs. de lempede krav i forhold til hovedreglen, hvor der alene kræves prospektresumé og ikke et fuldt prospekt), men at B i den konkrete situation ikke opfyldte betingelserne i undtagelsesbestemmelsen i § 15, stk. 2.

2.2.2. Konkurrencen blandt børser

... såfremt § 15, stk. 2, i Prospektbekendtgørelsen fortolkes på den måde, som K anfører (at pligten til at udarbejde prospekt/prospektresumé kun skulle finde anvendelse i tilfælde af græsoverskridende dobbeltnoteringer), vil dette betyde, at konkurrencen blandt regulerede markeder forvrides. Ks fortolkning af reglerne ville således give en konkurrencefordel blandt regulerede markeder inden for samme medlemsstat, idet adgangen til disse markeder for udstederselskaber, som allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked inden for samme medlemsstat, ville være mere lempelig end for selskaber, som er optaget til handel på et reguleret marked i en anden medlemsstat.

...

2.3.1. D’ betingelser for optagelse til handel var ikke opfyldt

...

Finanstilsynet bemærker, at B blev afnoteret fra D A/S (”D”) som følge af, at D vurderede, at B ikke længere opfyldte Ds betingelser for optagelse til handel.

Finanstilsynet fastholder derfor, at betingelsen i § 15, stk. 2, nr. 4, i Prospektbekendtgørelsen ikke var opfyldt, selvom K vurderede, at Ks eget regelsæt for optagelse til handel på C var opfyldt. Betingelsen er således knyttet til efterlevelse af regelsættet på det regulerede marked, hvorpå aktierne allerede er optaget til handel – og ikke på det regulerede marked, hvorpå ak-

tierne ønskes dobbeltnoteret. Der henvises til afsnit 3.2.2.1. i Finanstilsynets svarskrift af 10. december 2013.

2.3.2. Suspension af B

...

Netop de forhold, som lå til grund for både Ds beslutning om at slette B fra handlen, samt Ks beslutning om at suspendere B fra handlen på C, understreger, at der var behov for udarbejdelse af et prospekt eller et prospektresumé, som krævet efter lov og bekendtgørelse, for at investorerne og deres investeringsrådgivere kunne danne sig et velbegrundet skøn over Bs aktiver og passiver, finansielle stilling, resultater og fremtidsudsigter, herunder ledelsen af selskabet og selskabets organisation, jf. § 23, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., analogt.

2.3.3. Hensynet til investorerne

...

Finanstilsynet anerkender, at Ds beslutning om at slette B fra handlen på D, ikke i sig selv udløste et forbud for K mod at optage B til handel på C. K havde dog fortsat en pligt efter § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. til at sikre sig, at reglerne for optagelse til handel efter § 21, stk.1, var opfyldt, samt at der forelå et godkendt og offentliggjort prospekt. De regler, som en operatør af et reguleret marked efter § 21, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. skal fastsætte, skal sikre, at værdipapirer, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde.

... Finanstilsynet [har] ikke foretaget en kontrol af Ks regelsæt for C, men som nævnt kan det undre, at værdipapirer, som er nødvendige at suspendere fra først mulige handelstidspunkt efter optagelsen til handel på et reguleret marked, ifølge K kan anses for at opfylde betingelsen om, at værdipapiret skal kunne handles på en ”effektiv måde”.

... D [foretog] i afgørelsen af 11. juli 2013 ..., hvor D besluttede at slette B fra handlen på det regulerede marked, ... en vurdering af hensynet til investorernes interesse og markedets ordentlige funktion. Afgørelsen blev truffet med henvisning til § 25 i lov om værdipapirhandel m.v. D har i afgørelsen udtalt, at *”en sletning af B ikke vil være til væsentlig skade for investorernes interesser. [D] vurderer ligeledes, at den skade, der måtte være ved at selskabets aktier ikke længere vil kunne handles på et marked, bliver opvejet af hensynet til markedets ordentlige funktion, der tilsiger, at udstedere af værdipapirer til stadighed skal opfylde optagelseskravene, således at markedet kan drives på en betryggende og hensigtsmæssig måde”*.

D vurderede således, at hensynet til investorernes interesse blev varetaget i forbindelse med sletningen fra D.

Finanstilsynet bemærker hertil, at K, ved beslutningen om at suspendere B fra og med først mulige handelstidspunkt, netop selv har vurderet, at B ikke var egnet til at kunne blive handlet på tidspunktet for optagelsen til handel på C. Det er derfor vanskeligt at se, hvorfor det skulle være i investorernes interesse, at B blev optaget til handel på C.

...”

Ankenævnet udtaler:

Det følger af § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., at en operatør af et reguleret marked ved optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked skal sikre sig, at de privatretlige regler, som operatøren i medfør af stk. 1 er forpligtet til at fastsætte, er overholdt, og at der foreligger et godkendt og offentliggjort prospekt, jf. § 23, stk. 2, og § 24, stk. 1.

Finanstilsynets påbud til K A/S om at slette aktierne i B A/S fra handlen på det regulerede marked C blev meddelt som følge af, at K A/S ikke havde sikret sig, at der forelå et godkendt og offentliggjort prospekt.

Virksomheden og personer, som anmoder om optagelse af værdipapirer til handel på et reguleret marked, er som udgangspunkt underlagt prospektpligt, jf. nærmere §§ 23 og 24 i lov om værdipapirhandel m.v.

En undtagelse hertil findes i § 15, stk. 2, i prospektbekendtgørelsen (bekendtgørelse nr. 643 af 19. juni 2012 om prospekter for værdipapirer, der optages til handel på et reguleret marked, og ved offentlige udbud af værdipapirer over 5.000.000 euro). Ifølge bestemmelsen gælder forpligtelsen til at offentliggøre et prospekt ikke for optagelse til handel på et reguleret marked for værdipapirer, der allerede er optaget til handel på et andet reguleret marked, når en række nærmere angivne betingelser er opfyldt. Efter § 15, stk. 2, nr. 4, skal de faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette andet regulerede marked være opfyldt, og efter nr. 5, skal der udarbejdes og offentliggøres et prospektresumé.

Af de af Finanstilsynet anførte grunde, og idet det af klager anførte ikke kan føre til et andet resultat, tiltrædes, at bestemmelsen i § 15, stk. 2, finder anvendelse på alle dobbeltnoteringer, herunder også rent indenlandske, og altså ikke udelukkende finder anvendelse på optagelse af et værdipapir til handel i en medlemsstat, der er forskellig fra den medlemsstat, som har godkendt det oprindelige prospekt.

D A/S meddelte den 11. juli 2013 B A/S, at B A/S ikke længere opfyldte de af D A/S fastsatte regler for optagelse til handel, og at selskabet på den baggrund ville blive slettet fra handlen den 18. september 2013. På tidspunktet for B A/S' optagelse til handel på det regulerede marked C opfyldte selskabet efter D A/S' opfattelse således ikke de faste forpligtelser i forbindelse med handel på dette regulerede marked, og opfyldte dermed ikke betingelsen i § 15, stk. 2, nr. 4.

B A/S har ikke i forbindelse med optagelse af selskabets aktier til handel på C offentliggjort et godkendt prospekt eller prospektresumé. Et prospekt er gyldigt i højst 12 måneder fra godkendelsen, eller indtil optagelsen har fundet sted, jf. prospektbekendtgørelsens § 22, stk. 1. Det prospekt fra 2007, som dannede grundlag for B A/S' optagelse på D A/S er således ikke gyldigt længere, og kan derfor ikke anvendes.

B A/S opfyldte ved optagelsen til handel på C derfor heller ikke betingelsen i § 15, stk. 2, nr. 5.

K A/S har efter ankenævnets opfattelse således overtrådt § 21, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. Ankenævnet tiltræder, at Finanstilsynet har påbudt K A/S at slette aktien i B A/S fra handel på det regulerede marked C.

Ankenævnet stadfæster herefter Finanstilsynets afgørelser af 20. og 27. september 2013.