

Ekspertundersøgelse
vedrørende
åbenhed om aktiebesiddelser

udarbejdet af

Professor, lic. jur. Nis Jul Clausen, LL.M.

Erhvervsjura, Syddansk Universitet, Odense

Professor Karsten Engsig Sørensen, Ph.D., LL.M.

Juridisk Institut, Handelshøjskolen i Århus

December 2000

1. Indledning	3
1.1 Undersøgelsens baggrund	3
1.2 Undersøgelsens kommissorium	3
1.3 Undersøgelsens afgrænsning og tilrettelæggelse	4
1.4 Rapportens opbygning	5
2. Sammenfatning	5
3. Åbenhedsreglernes karakter og formål	8
3.1 Reglernes karakter	8
3.2 Reglernes formål	9
4. Gældende dansk ret	12
4.1 Flagningsregler i værdipapirhandelsloven	12
4.1.1 Storaktionærbesiddelser	13
4.1.2 Egne aktier	16
4.2 Aktieselskabslovens regler om åbenhed	18
4.2.1 Storaktionærbesiddelser	18
4.2.2 Aktiebogen og navnenotering	19
4.3 Værdipapirhandelslovens regler om registrering	20
4.4 Nominee-ordningen	21
5. Flagningsregler for større besiddelser i børsnoterede selskaber	21
5.1 Anvendelsesområde	22
5.1.1 De underrettelsespligtige	22
5.1.2 De udstedende selskaber	22
5.1.3 Undtagne erhvervelser	24
5.2 Tærsklerne for flagning	25
5.3 Erhvervelsesbegrebet	30
5.4 Besiddelsesbegrebet	33
5.4.1 Storaktionærdirektivet	33
5.4.2 National regulering generelt	35
5.4.3 Koncernforbundne enheder og andre nærtstående	37
5.4.4 Samordnet praksis	38
5.5 Procedure og indhold	41
5.5.1 Den indberetningspligtige	41
5.5.2 Konkret undtagelse fra indberetningspligten	41
5.5.3 Tidsfrister mv.	42
5.5.4 Indhold	43
5.6 Håndhævelse af flagningspligten	44

5.6.1 Sanktioner og konsekvenser af manglende overholdelse	44
5.6.2 Særlige håndhævelsesprocedurer	47
6. Flagningsregler vedrørende egne aktier	47
6.1 Generelt	47
6.2 De undersøgte lande	48
7. Regler om åbenhed i aktieselskabslovgivningen	50
7.1 Aktiebøger	51
7.2 Regler om oplysning af større aktiebesiddelser	53
7.3 Registrering af aktier ejet af bestemte grupper	54
8. Åbenhed i værdipapircentraler	55
Litteraturliste	58

1. Indledning

1.1 Undersøgelsens baggrund

Den 2. december 1999 fremsatte økonomiministeren L 117 Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel mv. Lovforslaget indebar som § 1, nr. 13 Forslag til ændring af Vphl § 29, stk. 1, således at reglerne om storaktionærernes pligt til straks at offentliggøre aktiebesiddelser ikke alene skulle gælde for aktier i selskaber med aktier optaget til notering på en fondsbørs, men tillige for selskaber med aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads.

I forbindelse med lovforslagets behandling i Folketingets Erhvervsudvalg fremsatte et mindretal i udvalget følgende forslag til ændring af Vphl § 29:

“I § 29 indsættes efter stk. 2 som nyt stykke: “Stk. 3. Pligt til at give meddelelse efter reglerne i stk. 1 og 2 har endvidere enhver, der har direkte eller indirekte forbindelser som angivet i § 1, stk. 2, nr. 6, i lov om visse selskabers aflæggelse af årsregnskab mv. til et selskab, som er forpligtet til at give meddelelse i medfør af stk. 1. Har den pågældende direkte eller indirekte forbindelser til flere sådanne selskaber, skal meddelelsen vedrørende aktiebesiddelsen ledsages af en oversigt over den samlede direkte og indirekte aktiebesiddelse i det børsnoterede selskab eller selskabet, der er optaget til handel på en autoriseret markedsplads.”

Stk. 3 bliver herefter stk. 4.

§ 29, stk. 3, der bliver stk. 4, affattes således:

“Stk. 4. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen fastsætter regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier efter stk. 1-3. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen kan fastsætte regler om besiddelse og om meddelelse om besiddelse af aktier i danske selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med.”

Mindretallets ændringsforslag opnåede ikke flertal i erhvervsudvalget, men i forbindelse med udvalgets behandling af L 117 gav økonomiministeren tilsagn om, at der ville blive gennemført “en grundig analyse af problemstillingen”, jf. økonomiministerens besvarelse af spørgsmål 16, bilag 13.

Økonomiministerens forslag til ændring af Vphl § 29 blev vedtaget, som en del af lov nr. 283 af 26. april 2000 om ændring af lov om værdipapirhandel mv.

1.2 Undersøgelsens kommissorium

Til grund for nærværende undersøgelse foreligger følgende kommissorium, jf. skrivelse af 11. oktober 2000 fra Finanstilsynet, Børskontoret:

“Kommissorium for ekspertundersøgelse af reglerne om åbenhed i lande Danmark normalt sammenligner sig med.

I forbindelse med behandlingen af L 117 (Forslag til Lov om ændring af værdipapirhandelsloven - nu lov nr. 283 af 26. april 2000) gav økonomiministeren tilsagn om at gennemføre en undersøgelse af reglerne om åbenhed vedrørende aktiebesiddelser.

Som følge heraf skal der gennemføres en undersøgelse og sammenligning af reglerne om og mulighederne for offentlighedens adgang til at få kendskab til, hvem der er aktionærer i et selskab i lande, som Danmark normalt sammenligner sig med. Udgangspunktet er EU- og EØS-landene.

Undersøgelsen skal bl.a. omfatte:

1. De tilsvarende regler som værdipapirhandelslovens regler om flagning (Vphl §§ 28 og 29)

S De tilsvarende regler om definition af begrebet og omfanget af "besiddelse", jf. bekendtgørelse nr. 386 af 29. maj 2000 om og offentliggørelse af betydelige andele i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs (storaktionærdirektivet), herunder om mulig praksis i forbindelse med administrationen af sådanne regler.

S Eventuelle regler om åbenhed vedrørende registreringer i værdipapircentraler.

Endvidere skal undersøgelsen omfatte:

S De tilsvarende regler i selskabslovgivningen om oplysningsforpligtelser (aktieselskabslovens § 28a).

S Regler om adgang til selskabernes aktiebøger.

S Nomineeordninger og muligheder for navnenotering.

Herudover skal undersøgelsen omfatte andre regler om offentlighed om aktiebesiddelser, der må skønnes at være relevante for en vurdering af de danske regler.

Undersøgelsen skal gennemføres som en komparativ analyse med reference til de relevante danske regler.

Undersøgelsen skal afleveres til Finanstilsynet den 15. december 2000."

Finanstilsynet, Børskontoret har anmodet os om at gennemføre undersøgelsen.

1.3 Undersøgelsens afgrænsning og tilrettelæggelse

I overensstemmelse med kommissoriet har undersøgelsen til formål at gennemføre en komparativ analyse af reglerne om aktionærernes og offentlighedens muligheder for at få kendskab til identiteten af et aktieselskabs aktionærer. Særlige regler, der giver offentlige myndigheder, herunder tilsynsmyndigheder og skattemyndigheder adgang til at indhente oplysninger om aktionærernes identitet, omtales ikke. Tilsvarende gælder politiets adgang til og behov for oplysninger eksempelvis i forbindelse med efterforskning af sager om økonomisk kriminalitet.

Undersøgelsen omfatter alene aktieselskaber - børsnoterede såvel som ikke-børsnoterede aktieselskaber, dog således at der blandt andet under hensyn til kommissoriets første tre delområder især lægges vægt på aktionæråbenhed for børsnoterede selskaber. Andre selskabsformer, herunder anpartsselskaber, og særlige krav til aktieselskaber i visse brancher, eksempelvis finansielle virksomheder omtales ikke.

Udgangspunktet er den generelle selskabs- og børsretlige regulering af mulighederne for og adgangen til at blive bekendt med aktionærernes identitet. En række emner er derfor ikke inddraget. Det gælder blandt andet særlige offentliggørelses- eller registreringskrav for visse aktionærgrupper, herunder ledelsesmedlemmers pligt til at indføre handler med selskabets aktier i en særlig fortegnelse (købs- og salgsbogen) eller til at foretage offentliggørelse af handler med selskabets værdipapirer (herunder insiderregistre mv.) gennem et insiderregister. Tilsvarende gælder for de særlige krav om

oplysningspligt og aktionæråbenhed, som skal iagttages i forbindelse med majoritetsovertagelse og tilbudspligt mv. Endelig vil de særlige regnskabsretlige krav om aktionæroplysninger kun blive omtalt i begrænset omfang.

Til brug for udarbejdelsen af undersøgelsen har vi med bistand fra Finanstilsynet søgt at indhente materiale om lovgivning og praksis fra relevante udenlandske tilsynsmyndigheder. Materialet, som primært er søgt tilvejebragt på engelsk og tysk, har inden for de tidsmæssige rammer for undersøgelsen ikke kunnet fremskaffes fra alle EU-/EØS-lande. Der er indkommet materiale fra tilsynsmyndighederne i Østrig, Finland, Frankrig,¹ Tyskland, Grækenland, Island, Italien, Luxembourg, Holland, Norge, Sverige og England. Det indkomne materiale er mest omfattende, for så vidt angår den børsretlige regulering af storaktionærbesiddelser. Det er desuden således, at der kun i begrænset omfang har kunnet fremskaffes oplysninger om administrativ praksis og afgørelser fra tilsynsmyndighederne. Prioriteringen af de enkelte dele af kommissoriet afspejler ligeledes dette forhold. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har desuden stillet materiale til rådighed for undersøgelse. Endelig har vi via danske biblioteker søgt at fremskaffe relevant udenlandsk litteratur.

1.4 Rapportens opbygning

Rapportens kapitel 2 indeholder en sammenfatning med angivelse af de væsentligste hovedtendenser i udenlandsk ret og forskelle set i relation til dansk ret.

I kapitel 3 redegøres der generelt for de formål, som ønskes tilgodeset med forskellige typer af regler om aktionæråbenhed, samt de midler der kan og har fundet anvendelse til at opnå disse mål. Gældende dansk ret på de af kommissoriet omfattede områder beskrives i kapitel 4, som samtidig angiver referencerammen for de følgende kapitler 5 til 8 om udenlandsk ret. Kapitel 5 omhandler flagningsregler for storaktionærbesiddelser i børsnoterede selskaber, mens flagningsregler for børsnoterede selskaber vedrørende egne aktier behandles i kapitel 6. Regler om åbenhed for aktieselskaber i almindelighed omtales i kapitel 7 og de særlige regler for registrering i værdipapircentraler omtales i kapitel 8.

I de enkelte kapitler om udenlandsk ret vil der indledningsvis blive redegjort for eventuel regulering på EU-niveau. Der vil blive redegjort for hovedtendenserne i reguleringen i de af kommissoriet omfattede lande, hvorfor der ikke er tale om en detaljeret gennemgang af reglerne i de enkelte lande. Specielle regler i de enkelte lande vil blive fremhævet, således at der herved gives inspiration til en eventuel reform af de danske regler.

2. Sammenfatning

1° Med henvisning til kommissorium af 11. oktober 2000 er vi af Finanstilsynet, Børskontoret blevet anmodet om at udarbejde en undersøgelse af om reglerne om åbenhed vedrørende aktiebesiddelser. Undersøgelsen er foranlediget af et tilsagn, som økonomiministeren afgav over for Folketingets

¹ Oplysningerne er indhentet ved personligt møde med repræsentanter for den franske tilsynsmyndighed.

Erhvervsudvalg i forbindelse med behandlingen af lovforslag L 117 (forslag til lov om ændring af værdipapirhandelsloven) - nu som vedtaget ved lov nr. 283 af 16. april 2000).

Undersøgelsen er gennemført som en komparativ analyse af reglerne om og mulighederne for at offentligheden kan få kendskab til, hvem der er aktionærer i et selskab i de lande, som Danmark normalt sammenligner sig med. Udgangspunktet er EU- og EØS-landene.

I følge kommissoriet skal undersøgelsen blandt andet omfatte:

- S De tilsvarende regler som værdipapirhandelslovens regler om flagning (Vphl. §§ 28 og 29).
 - S De tilsvarende regler om definition af begrebet og omfanget af "besiddelse", jf. bekendtgørelse nr. 386 af 29.05.2000 om offentliggørelse af betydelige andele i selskaber der har aktier optaget til notering på en fondsbørs (storaktionærdirektivet), herunder om mulig praksis i forbindelse med administration af sådanne regler
 - S Eventuelle regler om åbenhed vedrørende registreringer i værdipapircentraler.
- Endvidere skal undersøgelsen omfatte:
- S De tilsvarende regler i selskabslovgivningen om oplysningsforpligtelser (aktieselskabslovens § 28 a).
 - S Regler om adgang til selskabernes aktiebøger.
 - S Nomineeordninger og muligheder for navnenotering.

I forbindelse med undersøgelsens gennemførelse har Finanstilsynet medvirket til indhentelsen af materiale fra de relevante nationale tilsynsmyndigheder. Det materiale, som er modtaget fra udlandet, har dog ikke været fuldstændigt.

2° I dansk selskabs- og børsret er udgangspunktet, at aktionærerne ikke har pligt til at give sig til kende over for selskabet eller over for offentligheden. Fra dette udgangspunkt gælder der dog en række undtagelser, hvorefter aktionærerne er forpligtet til at give sig til kende. De for undersøgelsen relevante lovbestemmelser om åbenhed vedrørende aktiebesiddelser, kan opdeles i tre typer af regler:

- S Værdipapirhandelslovens regler om flagning for visse aktiebesiddelser i børsnoterede selskaber, jf. værdipapirhandelsloven § 29 (storaktionærbesiddelser) og § 28 (egne aktier). Efter disse regler har aktionærerne (selskaberne) under visse betingelser en ubetinget pligt til at give sig til kende over for selskabet og offentligheden. Markedet bliver hermed straks bekendt med besiddelsen via Københavns Fondsbørs informationssystem, samtidig med at aktuelle besiddelsesoplysninger er tilgængelig centralt via Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.
- S Aktieselskabslovens regler om åbenhed, som er gældende for såvel børsnoterede som ikke-børsnoterede selskaber, jf. aktieselskabsloven § 28 a og b (storaktionærbesiddelser), samt § 27 smh. m. §§ 25, 25 a, 26 (aktiebogen og navnenotering). Her er der kun fuld åbenhed for så vidt angår storaktionærbesiddelser, idet enhver henvendelse til selskabet kan få en udskrift af storaktionærfortegnelsen. Derimod er aktiebogen ikke tilgængelig for selskabets aktionærer og offentligheden, men som udgangspunkt kun for selskabets ledelse og offentlige myndigheder.
- S Værdipapirhandelslovens regler i §§ 59ff om udstedelse og omsætning af primært, men ikke udelukkende børsnoterede aktier gennem registrering i en værdipapircentral, hvortil der ikke er knyttet nogen form for åbenhed.

3^o I tilslutning til omtalen af de enkelte problemstillinger er der i afsnit 5-8 nedenfor sket en sammenfatning af, hvordan de danske regler forholder sig til de regler, der findes i de undersøgte lande. Disse sammenfatninger, som har karakter af delkonklusioner, er skrevet i kursiv. Delkonklusionerne kan sammenfattes til følgende hovedkonklusioner:

- C De danske flagningsregler vedrørende storaktionærbesiddelser i børsnoterede selskaber, som findes i værdipapirhandelsloven § 29 og storaktionærbekendtgørelsen, er på en række punkter mere vidtgående end i de undersøgte lande. Det gælder for tærsklerne for flagningspligtens indtræden (5 %-tærskler) og med hensyn til tidspunktet for flagningspligtens indtræden (straks-oplysningspligt).*
- C Storaktionærbekendtgørelsens regulering af erhvervs- og besiddelsesbegrebet er som i en række andre lande i det væsentligste sket ved en overførsel af storaktionærdirektivets bestemmelser herom. Hermed findes der ikke som i visse lande en mere detaljeret regulering af erhvervsbegrebet, samt af hvorvidt der skal foretages medtælling af besiddelser fra familiemæssigt nærtstående personer, kontrollerede virksomheder samt samordnet praksis mellem flere aktionærer. Formodningsregler vedrørende kontrol anvendes tillige i enkelte lande ved fastlæggelsen af besiddelsesbegrebet.*
- C Man har i Danmark valgt alene at sanktionere overtrædelser af flagningspligten med bøde, mens man i flere af de undersøgte lande har suppleret med andre former for sanktioner og andre håndhævelsesregler, herunder suspension af stemmeret ved manglende overholdelse af flagningspligten..*
- C Med hensyn til de børsnoterede selskabets flagningspligt ved handel med egne aktier, som findes i værdipapirhandelsloven § 28 er der i begrænset omfang regler herom i de undersøgte lande. I de lande - primært nordiske - hvor en sådan pligt består, er kravene mere vidtgående end de danske, derved at der som udgangspunkt kræves offentliggørelse af enhver handel (efter dansk ret med udgangspunkt i en tærskel på 2 %), ligesom planer om mere systematisk handel med egne aktier skal oplyses forudgående. Desuden er de udenlandske regler ikke, som de danske, alene kædet sammen med insiderproblematikken, men har et bredere sigte, idet de tillige inddrager andre selskabs- og børsretlige problemstillinger i forbindelse med systematisk tilbagekøb af selskabets aktier.*
- C Det er i det væsentligste kun de nordiske lande, som har regler om registrering af rettigheder i en værdipapircentral og om åbenhed i relation til disse registreringer. De danske regler, som indebærer mulighed for anvendelse af nominee-registrering og ingen åbenhed i registreringer i værdipapircentralen, adskiller sig på dette punkt markant fra reguleringen i de øvrige nordiske lande. I disse lande er udgangspunktet, at der er fuld åbenhed i registre samt krav om registrering af den reelle ejers identitet. Dog er der særlige regler om nominee-registrering*

for udenlandske investorer, og i Sverige for aktionærer der ikke ønsker at benytte de forvaltningsmæssige beføjelser. I disse tilfælde kan de pågældende aktionærer forblive anonyme.

C De danske regler om flagningspligt for aktionærer i ikke-børsnoterede selskaber i aktieselskabsloven § 28 a og b er betydeligt mere vidtgående end tendensen i de undersøgte lande, hvor der typisk ikke stilles krav herom.

C Med hensyn til aktiebogen, navnenotering og anvendelse af nominee i forbindelse med indberetninger mv. af aktiebesiddelser tegner der sig ikke et entydigt billede i de undersøgte lande. Dog er det således, at i forhold til de nordiske lande er de danske regler mindre vidtgående med hensyn til åbenhed.

3. Åbenhedsreglernes karakter og formål

3.1 Reglernes karakter

Historisk har aktieselskaber herhjemme og i andre lande været betragtet som anonyme selskaber, dvs. selskaber hvor aktionærerne kunne undgå at oplyse deres identitet.² Dette historiske udgangspunkt er dog på flere punkter blevet forladt, idet lovgiver af forskellige årsager har ønsket at sikre en vis åbenhed om aktiebesiddelser. Kravet om åbenhed dikteres, dels af de særlige hensyn til investorerne og værdipapirmarkedet, som især er et centralt element i den børsretlige regulering, dels af et princip om at anvendelsen af selskabsform skal ledsages af offentlighed over for omverdenen, herunder medkontrahenter, kreditorer mv.³

I dag har man i mange lande for børsnoterede selskaber regler, der sikrer såvel aktiv som passiv åbenhed om aktionærenes identitet. De *aktive* regler omfatter regler om offentliggørelse af større aktiebesiddelser samt regler om selskabers erhvervelser af egne aktier (flagningsregler). Andre regler sikrer en mere *passiv* åbenhed derved, at man giver mulighed for, at aktionærer, myndigheder og evt. offentligheden i al almindelighed kan få adgang til oplysninger om, hvem der er aktionærer i et selskab. Dette omfatter regler om notering af navneaktier i selskabets aktiebøger, regler der kræver oprettelsen af særlige registre for ledelsens og andres køb og salg af aktier, samt regler om registrering i værdipapircentraler.

Mens de mere aktive regler om åbenhed typisk er knyttet til børsretten, er de andre regler i de fleste tilfælde udviklet i selskabsretten. Som det fremgår af den efterfølgende gennemgang, er reglerne om åbenhed i de enkelte lande spredt mellem forskelle love. Men uanset hvor reglerne er placeret, er det således, at de børsnoterede selskaber er pålagt de mest vidtgående krav om åbenhed. Valget, af om

² Jf. hertil Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 6. udg. 2000 s. 158, som bl.a. påpeger, at den franske betegnelse for aktieselskaber er 'Société Anonyme'.

³ Jf. DTI's rapport Disclosure of Interests in shares, 1980 punkt 2.1.

man anvender børslovgivningen eller selskabslovgivningen, har i visse tilfælde betydning for, hvilke myndigheder, der påser reglerne overholdelse, men herudover har det som udgangspunkt kun mindre betydning, i hvilken lov reglerne findes.⁴

Åbenhed kan også være sikret uden for børs- og selskabslovgivningen. Der kan være regler herom i andre love, især regnskabslovgivningen. I England og Sverige er åbenhed for børsnoterede selskaber yderligere reguleret i regler udstedt af selvregulerende organer. Der kan også eksistere frivillige regelsæt om emnet, idet der som eksempel kan henvises til de retningslinier om Corporate Governance, som omtalt nedenfor under 3.2. International Organization of Securities Commissions (IOSCO) har også udstedt retningslinier, der opfordrer selskaberne til at sikre åbenhed om større aktiebesiddelser.⁵

Endelig kan de enkelte selskaber i deres vedtægter have regler, der sikrer en videre åbenhed om aktiebesiddelser end den, der følger af lovgivningen. I nogle lande synes der at være praksis for, at man i vedtægterne stiller visse krav om registrering for at kunne udøve rettigheder i selskabet. Der synes også i nogle lande at være praksis for, at man i vedtægterne stiller krav om, at hvis en aktionærs aktiebesiddelser overskrider en vis størrelse, skal det meddeles til selskabet. I Belgien fremgår det direkte af lovgivningen, at der kan indsættes sådanne regler om flagning i vedtægterne, idet der dog ikke kan kræves flagning af mindre besiddelser end 3 % af stemmerettighederne i selskabet.⁶ En delvis regulering af sådanne vedtægtsbestemmelser findes også i Frankrig, hvor det i vedtægterne kan bestemmes, at aktionærer, der undlader at overholde den lovbestemte flagningspligt ved 5 % af stemmerettighederne, skal miste stemmeretten på deres aktier, såfremt en af de øvrige aktionærer, der besidder 5 % eller mere, kræver dette. Denne bestemmelse giver de andre storaktionærer mulighed for at afgøre, hvordan den 'nye' storaktionær skal behandles.⁷

Reglerne om åbenhed om aktiebesiddelser sigter normalt på at frembringe oplysninger om ejerens identitet (eller repræsentant, se nedenfor) samt oplysninger om, hvor mange aktier og/eller stemmerettigheder den pågældende besidder. Der findes i nogle lande også regler, der sikrer oplysninger om andre forhold vedrørende ejeren, eksempelvis samhandel mellem ejer og selskab. Det kan også have interesse for de øvrige aktionærer og selskabets ledelse at vide, hvis der findes aftaler mellem visse aktionærer. Oplysninger herom vil i et vist omfang fremkomme som følge af flagningsreglerne om større aktiebesiddelser, jf. hertil omtalen nedenfor afsnit 5.4. I nogle lande har man dog i videre omfang pålagt aktionærerne oplysningspligt herom. Dette er tilfældet i Danmark, hvor storaktionærer i børsnoterede selskaber skal offentliggøre aftaler, som kan påvirke aktiernes frie omsættelighed, jf. take-overbekend-

⁴ Det kan dog have betydning for hvilke selskaber, der omfattes af reguleringen. Mens selskabslovgivningen finder anvendelse på selskaber fra det pågældende land, vil de børsretlige regler ofte regulere de selskaber, der er noteret - uanset nationalitet. Disse forskellige tilgangsvinkler kan give anledning til regelsammenstød, hvor nogle selskaber slet ikke underlægges regler, og andre selskaber underlægges flere regelsæt samtidig. Se om den tilsvarende problemstilling i relation til reglerne om overtagelsestilbud, Nis Jul Clausen og Karsten Engsig Sørensen i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 1999:1 s. 81 ff.

⁵ Jf. IOSC's publikation International Disclosure Standards for Cross-border offerings and initial listings by foreign issuers, September 1998, punkt VII.A.

⁶ Jf. den belgiske storaktionærlov (02.03.1989) art. 5.

⁷ Jf. hertil Thierry Schoen: The French Stock Exchange, 1995 s. 50

gørelsen (827/1999) § 10. Også i Frankrig og Italien findes der regler, der forpligter aktionærene til i videre omfang at oplyse om aktionæraftaler.⁸

3.2 Reglernes formål

De forskellige regler om åbenhed tjener delvist forskellige formål. Reglerne om åbenhed om større aktiebesiddelser blev i Europa først introduceret i England i 1967. Denne reform var inspireret af erfaringerne fra USA, hvor man allerede havde regler om registrering af aktionærer med besiddelser på over 10 %. I den betænkning, der lå til grund for indførelsen af de nye regler, angav man, at det i flere situationer var vigtigt at kende identiteten på de større aktionærer, idet man fortsatte:⁹ “...this is of particular importance in cases where there is reason to suppose that someone may be in the proces of buying for control. Even where a shareholder of a substantial number of shares is not actually buying with this intention it may be of interest to the others concerned to know whether, for example, someone is in a position to veto a special resolution of the company, and who that person is.”

Citatet viser, at de engelske regler er knyttet til reguleringen af virksomhedsovertagelser, og flagningsreglerne blev da også indført samtidig med, at man indførte reguleringen af overtagelsestilbud (City Code on Take-overs and Mergers). Flagningsreglerne havde primært til formål at sikre, at den person, der ønskede at erhverve kontrollen over et selskab, ikke i hemmelighed kunne købe aktier op og derefter præsenterer overtagelsen som et faktum. Det var vigtigt at informere investorerne om, at der kunne være et overtagelsestilbud på vej, idet dette forhold kan få betydning for aktiekursen. Men formålet var også at advare ledelsen om, at der var et overtagelsesforsøg undervejs.¹⁰

Citatet viser tillige, at identiteten af storaktionærer kan være af interesse uden for den situation, hvor der sker en virksomhedsovertagelse. Det har interesse for andre aktionærer at vide, at der findes storaktionærer, der har mulighed for at udøve indflydelse på selskabsforhold og ledelse. Herudover kan det have betydning for vurderingen af selskabet, hvordan selskabets aktionærkreds er sammensat, ligesom det kan være en kursrelevant oplysning at vide, om de eksisterende storaktionærer forøger eller reducerer deres aktiebesiddelser.

Når man i EU (dengang EF) valgte at harmonisere flagningsreglerne for større aktiebesiddelser i noterede selskaber, var det også mere begrundet i hensynet til markedets funktion end i hensynet til at regulere overtagelsesforsøg. I præamblen til transparensdirektivet anføres således:¹¹ “En hensigtsmæssig politik for oplysning af investorer med hensyn til værdipapirer kan sikre en bedre beskyttelse af disse, øge deres tillid til markedet og derved forbedre den måde, hvorpå markedet fungerer;”

⁸ Jf. hertil Decree 58 af 24.02.1998 art. 122-124 og den franske selskabslov Art. 356-1-4.

⁹ Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749 (Jenkins Committee), Juni 1962, pkt. 142.

¹⁰ Jf. således Paul Davies: Gower's Principles of Modern Company Law, 1997 s. 485. De engelske reformer gav anledning til en større reform af de amerikanske regler med indførelsen af Williams Act i 1968. I forarbejderne til denne lov lægger man dog stor vægt på, at flagningsreglerne skulle beskytte investorerne og ikke skulle gøre det lettere for ledelsen af lægge hindringer for overtagelsen, jf. hertil Louis Loss & Joel Seligman: Securities Regulation, Vol. V, 1990 s. 2164 ff.

¹¹ Jf. direktiv 88/627/EØF, EFT 1988 L 348/62,

Hvis formålet er at sikre et velfungerende marked, er behovet for åbenhed i sagens natur størst ved børsnoterede selskaber samt selskaber, der i øvrigt handles offentligt. I Danmark og enkelte andre lande har man imidlertid valgt også at indføre regler om offentliggørelse af større besiddelser for ikke-børsnoterede selskaber.

I de seneste år har Corporate Governance debatten (selskabsstyring) sat øget fokus på betydningen af, at selskaberne offentliggør oplysninger af forskellig karakter. OECD og EASD har begge udgivet retningslinier om Corporate Governance, som understreger vigtigheden af, at selskaber offentliggør oplysninger om de aktionærer, der ejer betydelige aktieposter.¹² I Danmark har man i 'Debatoplæg om aktivt ejerskab' også sat fokus på, hvordan øgede oplysninger om ejerforhold kan påvirke styringen af selskaber. Rapporten kommer ikke med egentlige forslag, men påpeger dog, at man i Danmark kunne overveje at gøre oplysningerne om storaktionærer tilgængelige i et samlet register.¹³

Hensynet til gennemsigtighed og hensynet til at sikre tillid til markedet kan også tale for, at der sikres åbenhed om alle aktionærers reelle identitet. Her er behovet for åbenhed dog ikke så påtrængende, og fordelene ved åbenhed skal her opvejes overfor de ulemper, der er forbundet ved at pålægge mindre aktionærer byrden ved at skulle lade sig registrere. Der kan også være visse misbrugsmuligheder forbundet med en for vidtgående åbenhed,¹⁴ ligesom man kan frygte, at udenlandske investorer vil undlade at investere, hvis man stiller sådanne krav.¹⁵

Et andet formål med reglerne om åbenhed er at sikre mod, at personer udnytter insiderviden. Dette er hovedårsagen til, at nogle lande stiller krav om, at der føres særlige registre for ledelsens erhvervelse og afhændelse af aktier. Men også de øvrige regler om åbenhed er med til at sikre mod misbrug af insiderviden, idet reglerne om offentliggørelse af egne aktier og flagning for storaktionærer sikrer, at hele markedet informeres samtidig om oplysninger, som kan have væsentlig indflydelse på vurderingen af selskabets aktier.

Endelig kan formålet med registrering af aktiebesiddelser være at etablere et system med sikker, smidig og hurtig omsætning af værdipapirer. Dette ønske, som også har sammenhæng med de formueretlige regler om rettighedserhvervelse, er et af hovedformålene med reguleringen af værdipapircentraler mv. Formålet kan også være at give selskabet en vis sikkerhed for, hvem der er berettiget til at udnytte aktiens rettigheder i forhold til selskabet. Regler om registrering giver selskabet

¹² Jf. hertil OECD's Principles of Corporate Governance, maj 1999, punkt IV.A.3 og EASD's Corporate Governance Principles and Recommendations, maj 2000 punkt VIII.1.c.

¹³ Jf. Debatoplæg om aktivt ejerskab, udarbejdet af Erhvervsministeriet, Finansministeriet, Skatteministeriet og Økonomiministeriet, maj 1999 s. 335.

¹⁴ Dette var årsagen til, at det forslag til aktieselskabslovens § 26, som var foreslået i den fællesnordiske aktieselskabslov (bet. 540/1969), der ville sikre en vis adgang til aktiebogen, ikke blev vedtaget, se hertil Børsudvalgets betænkning nr. 1230/1992 Børsnoterede selskaber- Oplysningspligt, navneaktier, nomineeordninger og kontrol s. 83-85.

¹⁵ Jf. således DTI's rapport Disclosure of Interests in shares, 1980 punkt 4.22. Som omtalt nedenfor i afsnit 7.1 er hensynet til de udenlandske investorer også en af årsagerne til, at man vil ændre kravene til registrering i aktiebøgerne i Island.

et middel til at sikre, at det er den rette (legimiterede), der får mulighed for at udnytte stemmeret på generalforsamlingen, modtage dividende mv.

De sidstnævnte hensyn er især knyttet til det forhold, at der er registreret et navn på hver aktie, men formålet tilsiger ikke nødvendigvis, at den registrerede skal være aktiens reelle ejer. I praksis tillader man i mange lande en nominee-registrering, således at en anden - typisk en bank eller anden finansiel virksomhed - lader sig registrere i værdipapircentralen og/eller selskabets aktiebog. Brugen af nominee-registreringer har traditionelt især været udbredt i England, men er generelt meget anvendt i situationer, hvor der sker grænseoverskridende handel i aktier via en finansiel virksomhed. Selvom nominee-registreringer kan give anledning til misbrug, har man i mange lande valgt at tillade disse.¹⁶ Det er dog klart, at nominee-registrering ikke kan accepteres i forbindelse med flagningsregler for storaktionærer, idet formålet her netop er at offentliggøre, hvem der besidder større aktieposter. På samme måde vil formålet med en registrering af ledelsens handel med selskabets aktier gå tabt, hvis man tillod, at der kunne anføres en nominee ved registreringen.

4. Gældende dansk ret

I dansk selskabsret¹⁷ er udgangspunktet, at aktionærene ikke har pligt til at give sig til kende over for selskabet eller over for offentligheden. Fra dette udgangspunkt gælder der dog en række undtagelser, hvorefter aktionærene er forpligtet til at give sig til kende. Under hensyn til kommissoriet og hermed de for denne undersøgelse relevante bestemmelser kan gældende dansk ret vedrørende åbenhed opdeles i tre typer af regler:

- S** Værdipapirhandelslovens regler om flagning for visse aktiebesiddelser i børsnoterede selskaber, jf. Vphl § 29 (storaktionærbesiddelser) og § 28 (egne aktier), hvorefter aktionærene/selskabet under visse omstændigheder har en ubetinget pligt til at give sig til kende over for selskabet og offentligheden;
- S** Aktieselskabslovens regler om åbenhed, som er gældende for såvel børsnoterede som ikke børsnoterede aktieselskaber, jf. AL §§ 28 a og b (storaktionærer), samt § 27 smh. m. §§ 25, 25 a og 26 (aktiebogen og navnenotering);

¹⁶ Jf. således DTI's rapport Disclosure of Interests in shares, 1980 punkt 2.1-2.3 og punkt 4.4. Spørgsmålet har også været drøftet i Børsudvalgets betænkning nr. 1230/1992 Børsnoterede selskaber - Oplysningspligt, navneaktier, nominee-ordninger og kontrol, kapitel 8.

¹⁷ Om dansk ret henvises til den foreliggende børs- og selskabsretlige litteratur, herunder især, Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen: Børsretten, 2000, Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 6. udg. 2000, Bernhard Gomard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 4. udg. 2000, Søren Friis Hansen og Jens V. Krenkel: Lærebog i selskabsret I og II, 1999 og 2000, Ida Rosenberg, Lone Sneholt & Niels Thomsen: A/S'loven med kommentarer, 6. udg. 1999, Peer Schaumburg-Müller og Erik Bruun Hansen: Dansk Børsret, Værdipapirmarkedsret, 2. udg., 1996, Erik Werlauff: Børs- og kapitalmarkedsret, 2000, Erik Werlauff: Selskabsret, 4. udg. 2000, samt Erik Werlauff: Kommenteret Aktieselskabslov, 1999.

S Værdipapirhandelslovens regler om udstedelse og omsætning af primært, men ikke udelukkede, børsnoterede aktier gennem registrering i en værdipapircentral, hvortil der ikke er knyttet nogen form for åbenhed.

4.1 Flagningsregler i værdipapirhandelsloven

Også for aktionærer i børsnoterede selskaber er udgangspunktet, at de har ret til at forblive anonyme. Udover de nedenfor under 4.2 omtalte regler om åbenhed efter aktieselskabsloven gælder der mere vidtgående regler om oplysningspligt for storaktionærer i selskaber, som har aktier optaget til notering på en fondsbørs (optaget til handel på en autoriseret markedsplads), jf. Vphl § 29, samt for de børsnoterede selskabers besiddelser af egne aktier, jf. Vphl § 28.

4.1.1 Storaktionærbesiddelser

1⁰ Reglerne findes i Vphl § 29 og den i medfør heraf udstedte storaktionærbekendtgørelse (bekendtgørelse nr. 386 af 29. maj 2000 om opgørelse af, meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i selskaber, der har aktier optaget til notering på en fondsbørs eller aktier optaget til handel på en autoriseret markedsplads). Med disse bestemmelser er EU's storaktionær- eller transparensdirektiv (88/627/EØF) gennemført.¹⁸ De danske regler er dog på en række punkter mere vidtgående end krævet efter direktivet, eksempelvis med hensyn til tærsklerne for udløsning af oplysningspligt og de tidsmæssige krav til offentliggørelse af besiddelserne. Om direktivet, se nedenfor under 5.

2⁰ En aktionær i et børsnoteret selskab skal straks give meddelelse om sin aktiebesiddelse, når denne udgør 5 % eller mere af den samlede aktiekapitals stemmerettigheder, eller aktiernes pålydende værdi udgør mindst 5 % af selskabets samlede aktiekapital. Efterfølgende ændringer i besiddelsen, hvor faste grænser med 5 %'s mellemrum fra 10 til 100 %, samt når 1/3 og 2/3 af stemmerne/kapitalen passerer, udløser ligeledes oplysningspligt. Endelig skal der gives meddelelse, såfremt en aktionærs besiddelse falder under en af de nævnte tærskler, herunder når der ikke længere besiddes 5 %, jf. Vphl § 29, stk. 1 og 2. De nærmere regler om opgørelse af besiddelsen omtales neden for under 3⁰.

Storaktionærerne skal give meddelelse til såvel fondsbørsen som selskabet. Københavns Fondsbørs offentliggør meddelelsen til markedet via sit informationssystem, og meddelelsen indberettes af fondsbørsen straks til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, jf. § 29, stk. 1, 2. pkt. og storaktionærbekendtgørelsens § 3, som herefter foretager offentliggørelse i styrelsens edb-systemer. Der foreligger herved en offentligt tilgængelig - og til enhver tid aktuel - registrering af et børsnoteret selskabs storaktionærer.

Oplysningspligten påhviler enhver aktionær - danske såvel som udenlandske, jf. Afgørelser og udtalelser 1998 nr. 1.16, hvor Københavns Fondsbørs over for en udenlandsk aktionær i et dansk selskab påtalte, at meddelelse om en besiddelse på 25 % alene var givet til selskabet og ikke tillige til fondsbørsen.

Fondsrådet har fritaget fondsbørsmedlemmer fra oplysningspligten forudsat, *at* besiddelsen er led i medlemmets løbende forretninger, *at* besiddelsen ikke benyttes til at gribe ind i det pågældende selskabs forvaltning, *at* besiddelsesforholdet ikke varer over 5 børsdage, samt *at* den næste 5 %'s grænse ikke overskrides, jf. Fondsrådets Årsberetning 1996 s. 20.

Storaktionærmeddelelser skal gives straks, hvilket forstås strengt. Er der tale om ændring af besiddelsen på grund af køb eller salg af aktier, skal meddelelsen gives på handelstidspunktet, det vil sige på handelsdagen. I de tilfælde, hvor opgørelsen beror på andet end køb eller salg, skal meddelelsen gives den dag, hvor besiddelsesforholdet etableres eller ændres, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 5.

En storaktionærmeddelelse skal indeholde en række detaljerede oplysninger, herunder en entydig identifikation af storaktionæren (navn og bopæl for virksomhedens hjemsted), antal aktier og deres pålydende værdi, fordeling på eventuelle aktieklasser, samt angivelse af på hvilket grundlag opgørelsen

¹⁸ Om storaktionærdirektivet generelt, se eksempelvis Vanessa Edward: EU Company Law, 1999 s. 291 ff og Erik Werlauff: EU-Selskabsret, 1999 s. 349 ff.

sker, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 2. Med disse krav om en entydig identifikation er storaktionærer afskåret fra at anvende nominee-registrering.

³⁰ Ved opgørelse af en aktionærs aktiebesiddelse beregnes procentdelen i forhold til selskabets samlede aktiekapital (noterede som unoterede aktieklasser), og oplysningspligten omfatter alle aktieklasser. Gælder der i følge selskabets vedtægter et stemmeloft eller anden form for stemmeretsbegrænsning, således at storaktionæren ikke fuldt ud kan benytte sin stemmeret, skal der alligevel gives meddelelse om besiddelsen. At selskabet besidder egne aktier påvirker ikke grundlaget for storaktionærernes opgørelse, idet beregningen også her skal ske i forhold til den samlede kapital/det samlede antal stemmer, jf. Industriministeriets besvarelse af et spørgsmål vedr. AL § 28 a af 9. december 1981.

Ændres en aktionærs besiddelse som følge af forhold, som aktionærerne ikke har medvirket til, eksempelvis i forbindelse med kapitalforhøjelse uden fortegningsret eller en fondsaktieemission, påhviler der ligeledes oplysningspligt, jf. således Erhvervs- og Selskabsstyrelsens og Københavns Fondsbørs's fælles opfattelse som gengivet i Afgørelser og udtalelser 1997 nr. 1.9 vedrørende fondsaktieemissioner.

Til besiddelsen skal der ikke alene medregnes aktier, som den pågældende selv ejer. Som følge af at stemmeretten er afgørende for indflydelsen på selskabets forhold, skal aktier, hvis stemmeret den pågældende direkte eller indirekte råder over, ligeledes i en række tilfælde tælles med, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 1, stk. 1, som svarer til storaktionærdirektivets art. 7. Besiddelsesbegrebet omfatter efter § 1, stk. 1:

- S** aktier, som den pågældende selv ejer, herunder som udgangspunkt også aktier som en tredjemand har fået stemmeretsfuldmagt til, jf. nr. 1,
- S** aktier, hvis stemmeret andre råder over i eget navn, men for den pågældendes regning, jf. nr. 2. Denne kommissionslignende bestemmelse indebærer bl.a., at en storaktionær ikke kan skjule sig bag en nominee, men skal offentliggøre sin samlede aktiebesiddelse og identitet,
- S** aktier, hvis stemmeret tilkommer en virksomhed, som en fysisk eller juridisk person kontrollerer ved at have en forbindelse med som nævnt i AL § 2, stk. 2, jf. stk. 4 og 5, jf. nr. 3. Den koncernbegrundende kontrol, som medfører, at aktierne skal medregnes, kan ikke alene bestå i relation til aktie- og anpartsselskaber, men også i forhold til andre virksomhedsformer. Anvendelse af de selskabsretlige koncernbegrundende kriterier medfører desuden, at begrænsningerne heri også finder anvendelse i relation til opgørelsen af storaktionærbesiddelserne. Dette indebærer blandt andet, at såfremt to personer hver besidder 50 % af stemmerne i et selskab foreligger der ikke koncernforhold og derfor skal der ikke ske medtælling i relation af nogen af partnerne.¹⁹
- S** aktier, hvis stemmeret tilkommer andre, med hvem den pågældende har indgået en skriftlig aftale, som forpligter parterne til ved samordnet brug af deres stemmeret at føre en langsigtet, fælles politik om forvaltningen af selskabet, jf. nr. 4. Hovedområdet for denne bestemmelse om aktionæraftaler er de såkaldte stemmebindingsaftaler, hvor de deltagende aktionærer eksempelvis forpligter sig til fælles stemmeafgivning på selskabets generalforsamling. Det bemærkes, at bestemmelsen kun

¹⁹ Nærmere om koncernkriteriernes rækkevidde, se eksempelvis Paul Krüger Andersen: Studie i dansk koncernret, 1997 s. 329 ff. Specielt vedrørende interessentskaber, se spørgsmål nr. S 978 af 15.06.1993 til industriministeren, jf. Folketingets Forhandlinger 1992/93 s. 12413.

omfatter skriftlige aftaler. Denne begrænsning, som ikke i almindelighed findes i dansk formueret og børsret, må formentlig skyldes, at der er tale om overførsel af bestemmelsen fra storaktionærdirektivets art. 7,

- S** aktier, hvis stemmeret den pågældende eller en af denne kontrolleret virksomhed, jf. nr. 3, midlertidigt og mod betaling har overdraget til andre ved en skriftlig aftale, jf. nr. 5. Bestemmelsen er efter danske forhold af begrænset betydning,
- S** aktier, som den pågældende har stillet til sikkerhed, medmindre panthaver råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve den, jf. nr. 6,
- S** aktier, som den pågældende har i pant, og hvor denne erklærer at have til hensigt at udøve stemmeretten, jf. nr. 7. Er stemmeretten ikke ved pantsætningsaftalen overført til panthaver, skal de pantsatte aktier altid medregnes hos pantsætter, og selvom panthaver har ret til at udøve stemmeretten, skal stemmerettighederne som udgangspunkt fortsat medregnes hos pantsætter. Kun såfremt en panthaver med ret til at udøve stemmeretten tillige erklærer at have til hensigt at udøve stemmeretten, overgår de pantsatte aktier fra pantsætters til panthavers opgørelse. Det er ikke nødvendigt, at panthaver rent faktisk har udnyttet stemmeretten,
- S** aktier, hvis stemmeret den pågældende har brugsret til, jf. nr. 8, eller ususfructus som anført i storaktionærdirektivets art. 7. Bestemmelsen er i en dansk sammenhæng af begrænset betydning,
- S** aktier, hvis stemmeret den pågældende eller andre nævnt i de forrige bestemmelser har ret til at erhverve på eget initiativ efter en skriftlig aftale, jf. nr. 9. Bestemmelsen omfatter blandt andet køberetter og optioner, herunder til selskabets ledelse og medarbejdere. Indtil køberetten eller optionen udnyttes, skal aktierne ikke alene medregnes hos den person, som har ret til at erhverve stemmeretten, men ligeledes hos den aktuelle aktieejer, jf. storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 4,

- S** aktier, som er deponeret hos den pågældende, når denne frit kan udøve stemmeretten, jf. nr. 10. Deponerede aktier, der ikke tillige er pantsatte, medregnes således hos depositaren, forudsat at den pågældende kan udøve stemmeretten til aktierne efter forgodtbefindende og uden instruks fra den aktionær, som har deponeret aktierne.

Sker der ikke en ændring i en storaktionærs samlede aktiebesiddelse, men alene en ændring i grundlaget for opgørelsen af besiddelse, eksempelvis derved at panthaver overtager eller køber de pantsatte aktier, skal der formentlig ikke gives en ny meddelelse. Tilsvarende, såfremt koncerninterne overdragelser af aktier ikke ændrer på moderselskabets samlede besiddelse.

Som nævnt skal det af storaktionærmeddelelsen fremgå, på hvilket af de nævnte grundlag opgørelsen er sket, og Københavns Fondsbørs har i en konkret sag, hvor der opstod tvivl om besiddelsesforholdene, over for to storaktionærer beklaget, at aktionærernes oprindelige meddelelser ikke indeholdt korrekt oplysning om, på hvilket grundlag opgørelsen var sket, jf. Afgørelser og udtalelser 1999 nr. 1.2. Herudover ses der kun offentliggjort få afgørelser af betydning for en mere præcist fastlægger besiddelsesbegrebets nærmere indhold, se dog Afgørelser og udtalelser marts 2000 nr. 1 om kontrol inden for en familie. Den begrænsede praksis må bl.a. ses i sammenhæng med, at initiativet til oplysningspligtens overholdelse påhviler aktionærerne, og at Fondsbørsen normalt kun i særlige tilfælde vil blive bekendt med, at der foreligger en overtrædelse af oplysningspligten.

En vis nærmere afgrænsning af besiddelsesbegrebet i storaktionærbekendtgørelsen § 1, stk. 1, især nr. 4 (der dog kun omfatter skriftlige aktionæraftaler), kan dog udledes af Københavns Fondsbørs' praksis vedrørende tilbudspligt efter Vphl § 31. Ved en (majoritets-)erhverver og hermed den tilbudspligtige forstås ikke alene enhver fysisk og juridisk person, men også tilfælde, hvor flere personer samarbejder om at opnå bestemmende indflydelse over et selskab, jf. takeoverbekendtgørelsen § 1, stk. 5. Se således Afgørelser og udtalelser, maj 2000 nr. 1 (ingen relationer mellem to aktionærer som samtidigt erhvervede henholdsvis 20 % og 16,5 % af aktierne i et selskab); juni 2000 nr. 1 (tre større aktionærer betragtet som én aktionær i relation til § 31, bl.a. under fremhævelse af at aktionærerne i praksis havde stemt, handlet og udadtil optrådt som værende én aktionær, hvilket blandt andet understøttedes af en aktionæroverenskomst om fælles stemmeafgivning og indbyrdes forkøbsret, af offentliggjorte fondsbørsmeddelelser og et børsprospekt, samt af aktionærernes stemmegivning på selskabets generalforsamlinger); samt mere principielt september 2000 nr. 2 (når der ikke foreligger en skriftlig aktionæroverenskomst "tager Fondsbørsen først og fremmest hensyn til, om der er en samordnet praksis aktionærerne imellem om at udøve bestemmende indflydelse over selskabet, det vil sige om aktionærerne i praksis har stemt, handlet og i øvrigt udadtil optrådt som værende én aktionær." De involverede blev betragtet som én aktionær).

4^o Overtrædelse af flagningsreglen i Vphl § 29 er belagt med bødestraf, jf. Vphl § 93, stk. 1, hvilket dog ikke ses anvendt i større omfang i praksis. Det er ikke muligt på det foreliggende grundlag at afgøre, om dette beror på vanskeligheder med i praksis at sikre overholdelse eller om andre forhold kan have betydning. Sanktioner af selskabsretlig karakter, som suspension af stemmeret eller lignende findes ikke.

5^o For storaktionærer i børsnoterede selskaber gælder der desuden et krav om offentliggørelse af visse aktionæroverenskomster, jf. takeover-bekendtgørelsen § 10. I medfør af denne flagningsbestemmelse skal storaktionærer, som defineret i Vphl § 29, straks offentliggøre oplysninger om forhold i aktionæraftaler, som kan påvirke aktiernes frie omsættelighed, eller som vil kunne få væsentlig indflydelse på kursdannelsen. Det er alene aftalens indhold, som skal offentliggøres, eksempelvis at der er aftalt forkøbsret, køberet eller fælles afstemning på generalforsamlingen. Derimod skal aftalens ordlyd ikke oplyses, jf. Afgørelser og udtalelser 1992 nr. 9.1.

Endelig skal det bemærkes, at Københavns Fondsbørs med henvisning til pkt. 3.2.7 i skema A i bilaget til børsprospektbekendtgørelsen (nr. 330/1996) kræver, at et prospekt indeholder oplysninger om storaktionærer i selskaber, såfremt disse er selskabet bekendt. Kravet er direktivbestemt, og det er op til medlemslandene at fastsætte tærsklen for besiddelse, som dog ikke må være mere end 20 %. Efter praksis anvendes i Danmark 5 %'s tærsklen fra storaktionærreglerne.

4.1.2 Egne aktier

1^o For at begrænse de problemer, som handel med egne aktier kan give anledning til i relation til forbudene mod insiderhandel og kursmanipulation, jf. Vphl §§ 34-39, er de børsnoterede selskaber pålagt en særlig oplysningsforpligtelse ved handel med egne aktier, jf. Vphl § 28. Denne flagningsbe-

stemmelse sikrer, at markedet løbende får et vist kendskab til de børsnoterede selskabers handel med egne aktier.²⁰

Ifølge Vphl § 28 skal selskaber - danske som udenlandske - med aktier noteret på Københavns Fondsbørs straks give fondsbørsen meddelelse om selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelser af egne aktier, når den pålydende værdi heraf udgør 2 % eller mere af selskabets aktiekapital. Tilsvarende skal der gives meddelelse, når aktiebesiddelsen efterfølgende ændres i forhold til den seneste meddelelse, og denne ændring udgør 2 % eller mere. Falder besiddelsen til under 2 % skal der ligeledes gives meddelelse. Fondsbørsen offentliggør meddelelsen over for markedet samtidig med, at der sker indberetning til Erhvervs- og Selskabsstyrelsen og hermed offentliggørelse i styrelsens edb-systemer, jf. § 28, stk. 1, 2. pkt. Der foreligger herved et offentligt tilgængeligt register over de børsnoterede selskabers besiddelser af egne aktier.

Meddelelsen skal gives, når selskabets og dets datterselskabers samlede besiddelse af selskabets børsnoterede såvel som ikke-noterede aktier udgør 2 % eller mere af kapitalen. At datterselskabers besiddelser skal medregnes har sammenhæng med aktieselskabslovens regler om og begrænsninger i (10 %'s grænsen) mulighederne for at erhverve egne aktier, jf. AL §§ 48-48 h. Ved senere forskydninger i besiddelsen af egne aktier anvendes en flydende grænse, det vil sige, at enhver forskydning, som i forhold til den tidligere indberettede udgør 2 % eller mere, skal indberettes. Der skal ikke foretages indberetning, såfremt der alene er tale om et udsving i besiddelsen på under 2 % på begge sider af den allerede indberettede besiddelse, om end det samlede udsving herved kan blive på næsten 4 %, uden at markedet får kendskab hertil.

Passeres såvel en 2 %'s grænse efter § 28 og 5 %'s grænsen efter storaktionærreglen i Vphl § 29 skal der gives meddelelse efter begge bestemmelser, jf. Afgørelser og udtalelser 1999 nr. 1.5.

Meddelelsen skal indeholde oplysninger om den aktuelle aktiebesiddelses fordeling på aktieklasser, samt den senest til fondsbørsen indberettede besiddelse.

Meddelelse efter § 28 skal gives straks, hvilket må forstås som handelsdagen for de aktier, som medfører, at den samlede besiddelse passerer 2 %'s grænsen, sammenholdt herved med præciseringen af straks-kravet i storaktionærbekendtgørelsen § 2, stk. 5.

²⁰ Udover flagningskravet i Vphl § 28 gælder der for alle danske selskaber særlige oplysningskrav vedrørende egne aktier efter årsregnskabsloven. Kravene er baseret på EU's 2. selskabsdirektiv om kapital (77/91/EØF), art. 22, stk. 2 og art. 24, stk. 1, samt det 7. selskabsdirektiv om koncernregnskaber (83/349/EØF), art. 36, stk. 2, litra d. Efter Årsl § 52, stk. 1 skal der gives oplysninger om; 1) beholdning af egne aktier (antal og pålydende værdi af egne aktier med angivelse af beholdningens procentdel af selskabets kapital), 2) erhvervelse og afhændelser i regnskabsårets løb (antal, pålydende værdi, procentdel af kapital, samt størrelsen af den samlede købs- og salgssum), samt 3) årsagen til erhvervelserne i årets løb. Oplysningerne skal tillige omfatte dattervirksomhedernes beholdninger og

²⁰ Om baggrunden for bestemmelsen, se betænkning 1219/1991 Insider-handel s. 47 ff.

erhvervelser og afhændelser, jf. § 52, stk. 3. Undersøgelser²¹ har tidligere vist, at årsregnskabslovens krav kun i begrænset omfang er blevet efterlevet, se tillige Afgørelser og udtalelser 1992 nr. 4.4.

4.2 Aktieselskabslovens regler om åbenhed

Aktieselskabslovens regler om åbenhed omfatter, dels en ubetinget pligt for storaktionærer til at give sig til kende over for selskabet og gennem selskabets storaktionærfortegnelse over for de øvrige aktionærer og offentligheden, jf. AL §§ 28 a og b, dels regler om navnenotering og aktiebogen, som foreskriver, at aktionærerne for at opnå visse rettigheder skal give sig til kende over for selskabet, jf. AL § 27, smh. m. §§ 25, 25 a og 26. Reglerne gælder for alle danske aktieselskaber - børsnoterede som ikke-børsnoterede.

4.2.1 Storaktionærbesiddelser

Mens reglerne om storaktionærernes aktiebesiddelser i børsnoterede selskaber er en følge af EU's storaktionærdirektiv, er det ikke efter direktivet et krav, at der skal være storaktionærregler for ikke-børsnoterede selskaber.

Efter AL § 28 a, stk. 1 påhviler det enhver, der besidder aktier i et aktieselskab at give meddelelse til selskabet, når aktiernes stemmeret udgør mindst 5 % af aktiekapitalens stemmerettigheder, eller aktiernes pålydende værdi udgør mindst 5 % af aktiekapitalen, dog mindst 100.000 kr. Efterfølgende ændringer i besiddelsen, hvor faste grænser med 5 %'s mellemrum fra 10 til 100 %, samt når 1/3 og 2/3 af stemmerne/kapitalen passerer, medfører ligeledes pligt til at give meddelelse herom til selskabet, sammenholdt med det oven for under 4.1.1 anførte. Storaktionærerne skal give meddelelse til selskabet, uanset om der er tale om navneaktier eller ihændehaveraktier.

Til en aktionærs besiddelse skal ikke alene henregnes aktier, som den pågældende selv ejer. Efter § 28 a, stk. 2 skal en aktionær til sin besiddelse tillige medregne; 1) aktier hvis stemmeret tilkommer en virksomhed, som den pågældende kontrollerer ved at have en forbindelse som nævnt i AL § 2, stk. 2, jf. stk. 4 og 5, og 2) aktier som den pågældende har stillet til sikkerhed, med mindre pantlover råder over stemmeretten og erklærer at have til hensigt at udøve denne. Disse to bestemmelser om medregning til egen besiddelse svarer til bestemmelserne i storaktionærbekendtgørelsen § 1, stk. 1, nr. 3 og nr. 7 omtalt ovenfor under 4.1.1.

Storaktionærmeddelelser efter aktieselskabslovens regler skal indeholde oplysninger om aktionærens fulde navn, bopæl (for virksomheder hjemsted), antallet af aktier med deres pålydende værdi, samt hvilken aktieklasser aktierne tilhører. Kravet om entydig identifikation af aktionæren indebærer, at storaktionærer i unoterede aktieselskaber ikke kan gøre brug af nominee-ordningen. Den reelle ejer skal oplyses.

Storaktionærernes meddelelser skal gives til selskabet senest 4 uger efter, at en af de nævnte faste grænser er opnået eller ikke længere er opnået, jf. AL § 28 b, stk. 1, 1. pkt. Selskabet skal føre en særlig fortegnelse over storaktionærmeddelelserne, og de enkelte aktionærers meddelelser skal af selskabet straks indføres i fortegnelsen, jf. § 28 b stk. 2. Denne storaktionærfortegnelse skal efter § 28 b, stk. 3 være tilgængelig på selskabets kontor for offentlige myndigheder, selskabets aktionærer,

²¹ Jf. Nis Jul Clausen, Finn Møller Kristensen og Jens L. Simonsen: Revision og Regnskab 1991/11 s. 28 ff.

bestyrelsesmedlemmer samt en repræsentant for medarbejderne i selskabet i tilfælde, hvor der ikke er valgt medarbejderrepræsentanter efter aktieselskabslovens regler herom. Herudover følger det af § 28 b, stk. 3, at enhver ved skriftlig henvendelse til selskabet kan bestille en udskrift af storaktionærfortegnelsen, eventuelt mod betaling af et gebyr til dækning af udskriftens fremstilling og forsendelse. Offentligheden kan således ved henvendelse til selskabet til enhver tid få aktuelle oplysninger om hvilke storaktionærer, der findes i selskabet (dog med forbehold af 4 ugers fristen for indberetning). Derimod findes der ikke som for børsnoterede selskabers vedkommende en aktuel - central - registrering hos Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

I medfør af Årsl § 61 g stk. 3, som indført ved lov nr. 345/1991 skal revisor påse, at ledelsen fører fortegnelser mv. efter aktieselskabslovens regler, herunder storaktionærfortegnelsen og aktiebogen. Såfremt dette ikke er tilfældet, påhviler det revisor at udfærdige en særskilt erklæring, som skal vedlægges selskabets årsregnskab til generalforsamlingen.

Endelig følger det af AL § 28 b, stk. 4, at selskabets årsberetning skal indeholde oplysninger om, hvem der på tidspunktet for årsberetningens afgivelse er optaget i storaktionærfortegnelsen. Angivelsen i årsberetningen skal alene angive storaktionærernes fulde navn og bopæl (for virksomheders vedkommende hjemsted). Derimod skal årsberetningen ikke som de enkelte storaktionærmeddelelser indeholde oplysninger om besiddelsens størrelse, eller hvilken aktieklasse besiddelsen tilhører.

4.2.2 Aktiebogen og navnenotering

I forbindelse med et aktieselskabs stiftelse og ved senere kapitalforhøjelser skal selskabets aktier indføres i en aktiebog, jf. AL § 25, stk. 1. Er der tale om ihændehaveraktier, skal alene aktiernes numre anføres. For navneaktiers vedkommende (samt for selskaber der ikke har udstedt aktiebreve, eller hvis aktier ikke er udstedt gennem en værdipapircentral, jf. § 25 a, stk. 1) anføres tillige aktionærernes navne.

Men herudover er notering i aktiebogen en ret for aktionærerne, ikke en pligt. Sælges en navneaktie, skal selskabet på begæring af den nye aktionær og mod behørig dokumentation for erhvervelsen notere dennes navn, jf. § 25, stk. 3. Men så længe navneaktionæren ikke ønsker at gøre brug af sine forvaltningsmæssige beføjelser (retten til at møde, stemme mv. på selskabets generalforsamling), har den nye ejer ikke pligt til at give sig til kende over selskabet. Udnyttelse af de økonomiske rettigheder (udbetaling af udbytte, fortegningsret ved kapitalforhøjelse mv.) kræver ikke, at navneaktionæren giver sig til kende over for selskabet, jf. § 27, 2. pkt. Ønsker en aktionær, som besidder en navneaktie, at gøre brug af sine forvaltningsmæssige beføjelser, skal aktionæren enten lade sig notere med navn i aktiebogen, *eller* anmelde og dokumentere sin erhvervelse over for selskabet, jf. § 27, 1. pkt. Navnenotering eller anmeldelse og dokumentation af erhvervelse kan ligeledes være nødvendig for at udnytte stemmeretten på generalforsamlingen, jf. nærmere AL § 67, stk. 2 om vedtægtsbestemmelse herom, der i øvrigt er gældende for såvel navneaktier som ihændehaveraktier. I forbindelse med en notering på navn i aktiebogen er aktionæren dog ikke forpligtet til at opgive eget navn, men kan anvende en nominee.

Indhaveren af en ihændehaveraktie har også ret til at lade sit navn (eller en nominee) notere i aktiebogen. En sådan notering ændrer dog ikke ved det forhold, at der er tale om en ihændehaveraktie,

med mindre navnet påføres aktiebrevet, jf. § 24, stk. 1, 3. pkt. Ved notering i aktiebogen sikrer aktionæren at få tilsendt indkaldelse til generalforsamling mv., jf. AL § 73, stk. 2 og 4.

Underretning af selskabet er tillige den relevante sikringsakt i forbindelse med overdragelse til eje eller pant for aktier, der ikke er udstedt gennem en værdipapircentral, eller for hvilke der ikke er udstedt aktiebrev, jf. AL § 25 b.

Som følge af at der hverken for navneaktiers eller for ihændehaveraktiers vedkommende er pligt til at lade sig notere i aktiebogen, indeholder aktiebogen ikke nødvendigvis en fortegnelse over selskabets aktionærer endside en aktuel fortegnelse over disse.

Aktiebogen er naturligvis tilgængelig for selskabets ledelse, og herudover følger det af AL § 26, stk. 2, at den på selskabets kontor er tilgængelig for offentlige myndigheder, for en repræsentant for medarbejderne i det tilfælde, hvor selskabet ikke har medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer i henhold til § 49, stk. 1, 3. pkt., samt for en repræsentant for medarbejderne i de øvrige koncernselskaber, såfremt koncernens medarbejdere ikke har valgt bestyrelsesmedlemmer i henhold til § 49, stk. 3. Men herudover er aktiebogen ikke tilgængelig, hverken for selskabets aktionærer eller for offentligheden.

4.3 Værdipapirhandelslovens regler om registrering

Værdipapirhandelslovens regler i §§ 59 ff om registrering af udstedelse og omsætning af fondsaktiver, herunder børsnoterede aktier har et andet hovedsigte end de oven for nævnte regler af børsretlig og selskabsretlig karakter.²² Med disse regler, som første gang blev indført i 1980, har man ønsket at etablere et elektronisk baseret system, som skulle sikre en smidig og hurtig (udstedelse og) omsætning af oprindeligt børsnoterede værdipapirer. Selvom reglerne ikke længere er begrænset til børsnoterede værdipapirer, ligesom der ikke er pligt til at udstede børsnoterede værdipapirer gennem en værdipapircentral, er danske børsnoterede aktier i dag udstedt gennem værdipapircentralen, hvilket indebærer, at samtlige børsnoterede aktier er registreret på konti i værdipapircentralen.

Den væsentligste retlige følge af de danske regler om registrering i værdipapircentralen er af formueretlig karakter, idet rettigheder over fondsaktiver skal registreres for at opnå beskyttelse over for godtroende omsætningserhververe og kreditorer, jf. Vphl § 66. På baggrund af dette krav må det antages, at registreringen i værdipapircentralen (med forbehold af anvendelse af nominee-ordningen omtalt straks nedenfor) til enhver tid vil indeholde aktuelle oplysninger om aktionærene i selskaberne.

Ved registrering af rettigheder over aktier i værdipapircentralen er det dog ikke et krav, at den registrerede kontohaver skal være den reelle ejer af de pågældende værdipapirer. Såfremt den registrerede kontohaver ikke er den reelle ejer, skal det på kontoen anføres, at kontohaveren fører kontoen på vegne af en eller flere ejere, jf. Vphl § 72, stk. 2. Nominee-ordningen er hermed anerkendt i forbindelse med registreringssystemet, og selvom alle børsnoterede aktier er registreret i værdipapircentralen, er det ikke nødvendigvis således, at dette centrale register afspejler det reelle ejerforhold.

²² Se nærmere herom eksempelvis Nis Jul Clausen: Sikkerhed i fordringer, 3. udg. 2000, Christen Boye Jacobsen: Lov om en værdipapircentral, 1983 samt Gert Bo Gram og Bent Mebus: Værdipapircentralen - En håndbog, 1984.

Hverken selskabet, dets aktionærer eller offentligheden har mulighed for at få kendskab til de i værdipapircentralen foretagne registreringer af ejerskab til aktier. Denne lukkethed omkring værdipapircentralens registrer blev pointeret ved reglernes indførelse i 1980 og har flere gange senere været fremhævet i forbindelse med lovforberedende arbejde og ved ændringer af lovgivningen.

4.4 Nominee-ordningen

Som der fremgår af ovennævnte anerkendes det, at den reelle ejer af en aktie i forbindelse med navnenotering i aktiebogen kan anføre en nominee, ligesom nominee-ordningen er anerkendt i forbindelse med registrering i en værdipapircentral²³. Det skal bemærkes, at der ikke nødvendigvis skal være overensstemmelse mellem (nominee-)registreringen af ejerforholdet i en værdipapircentral og i aktiebogen. Desuden er det i forhold til registreringen i værdipapircentralen således, at det af registreringen skal fremgå, at der er tale om en nominee-registrering, jf. Vphl § 72, stk. 2. Ved notering i selskabets aktiebog er aktionærene derimod ikke forpligtet til at angive, hvorvidt den angivne person er den reelle ejer eller en nominee.

Storaktionærer kan hverken i forbindelse med værdipapirhandelslovens flagningsregler eller aktieselskabslovens regler om oplysningspligt over for selskabet anvende nominee-ordningen, idet storaktionærens fulde navn og bopæl (for virksomheder hjemsted) skal angives.

Nominee-ordningen er inspireret af primært engelsk ret og bygger på et kompliceret samspil mellem selskabsretlige, børretsretlige og formueretlige regler (primært om fuldmagt). Nominee-ordningen kan generelt karakteriseres ved, at nomineeen i eget navn indskrives aktier, der tilhører en anden person, uden at det herved - nødvendigvis - angives eller skjules, at nomineeen ikke i juridisk forstand er ejer af aktierne. Over for omverdenen og i det indbyrdes retsforhold mellem nomineeen og den reelle ejer kan der være tale om et fuldmagtsforhold, idet nomineeen optræder på den reelle ejers vegne. Ved stråmandsforhold er det derimod således, at stråmanden over for omverdenen fremtræder som den reelle ejer samtidig med, at der mellem stråmanden og den reelle ejer er en aftale om ejerskabet.

I det omfang en registrering eller navnenotering har til hovedformål at sikre, at selskabet har en person, som det kan kommunikere med, eksempelvis ved udsendelse af indkaldelse til generalforsamling eller som der kan udbetales udbytte mv. til med frigørende virkning, er det ikke nødvendigvis i forhold til selskabet og andre afgørende, om den anførte person er den reelle ejer eller en form for nominee. Anderledes forholder det sig, såfremt der som i nærværende sammenhæng er tale om overvejelser om, hvorvidt selskabets aktionærer og offentligheden skal have kendskab til, hvem der er aktionærer i en bestemt selskab. Her er den reelle ejers identitet afgørende. Også i forhold til opnåelse af omsætnings- og kreditorbeskyttelse gennem registrering i værdipapircentralen er det væsentligt at vide, om den registrerede kontohaver er den reelle ejer (eller i det mindste en der optræder på dennes vegne).

5. Flagningsregler for større besiddelser i børsnoterede selskaber

²³ Se tillige betænkning nr. 1230/1992 Børsnoterede selskaber - Oplysningspligt, navneaktier, nominee-ordninger, kontrol.

Som tidligere nævnt er flagningsreglerne vedrørende større aktiebesiddelser i børsnoteret selskaber harmoniseret ved transparensdirektivet (88/627/EØF), som senest skulle være implementeret i national ret pr. 1. januar 1991. Direktivet har karakter af et minimumsdirektiv, hvilket fremgår udtrykkeligt af direktivets art. 4, hvorefter medlemsstaterne kan fastlægge strengere eller yderligere forpligtelser i forhold til dem, der er fastsat i direktivet. Det er dog en forudsætning, at disse pligter i givet fald finder anvendelse på alle, der erhverver eller afhænder aktier samt på alle selskaber inden for en bestemt kategori.

Den efterfølgende gennemgang vil tage udgangspunkt i direktivets bestemmelser, og det vil herefter blive påpeget, hvis der i de undersøgte lande findes regler, der er strengere end direktivets, eller hvis der findes yderligere forpligtelser.

Alle lande omfattet af undersøgelsen har taget skridt til at implementere transparensdirektivet. I England har man ikke lavet særlige regler om underretning i børsnoterede selskaber. Man har i stedet taget udgangspunkt i en regulering, der omfatter samtlige aktieselskaber (public limited companies), og forpligtelsen til at offentliggøre oplysningerne er herefter præciseret i betingelserne for at få selskabet optaget til notering.²⁴ I andre lande suppleres de lovbestemte oplysningspligter af regelsæt udstedt af selvregulerende organer. Det er tilfældet i England og i Sverige, hvor der er udstedt supplerende regler af henholdsvis City Panel on Take-overs and Mergers (the Panel) samt Näringslivets Börskomité (NBK).

5.1 Anvendelsesområde

5.1.1 De underrettelsespligtige

Direktivets art. 1 præciserer, at pligten til at give underretning skal pålægges fysiske personer og offentlig- eller privatretlige juridiske enheder. Det følger heraf for det første, at personernes nationalitet er underordnet, ligesom alle selskabsformer er omfattet uanset, hvor de har hjemsted. Det er også intentionen, at statslige og regionale myndigheder er omfattet.²⁵ Der findes ikke i de undersøgte lande præciseringer, der på dette punkt rækker ud over direktivets ordlyd.

Når underretningspligten efter dansk ret påhviler 'enhver', ligger dansk ret på linie med de øvrige lande.

5.1.2 De udstedende selskaber

Efter direktivets art. 1 skal underretningspligten fastsættes for selskaber, der er underkastet medlemsstaternes lovgivning, og hvis aktier er optaget til officiel notering på en eller flere fondsbørser, der er beliggende i eller udøver virksomhed i en eller flere medlemsstater. Medlemsstaterne skal derfor regulere de selskaber, der er indregistreret i landet, eller som på andet grundlag er omfattet af

²⁴ I Frankrig findes reglerne om storaktionærer også i selskabsloven. Ved implementeringen af transparensdirektivet, valgte man imidlertid at begrænse reglerens anvendelse til noterede selskaber, uden man dog flyttede reglerne fra selskabsloven.

²⁵ Jf. Kommissionens bemærkninger til direktivforslaget i KOM (85) 791 s. 3.

medlemsstatens lovgivning,²⁶ mens selskaberne ikke nødvendigvis behøver være noteret i den pågældende medlemsstat. Selskaberne skal enten være noteret på en fondsbørs i en af medlemsstaterne i EU, eller en fondsbørs, som nok er beliggende udenfor EU, men som udøver virksomhed i EU.

Da alle medlemsstater skal implementere direktivet, bør alle selskaber i EU være underlagt regler, der svarer til direktivets minimumskrav. Nogle lande har dog understreget, at oplysningspligten gælder for alle selskaber noteret i det pågældende land, men gør undtagelse for selskaber fra andre medlemsstater, der er underlagt regler, der svarer til transparensdirektivets.²⁷

Det følger heraf, at direktivet som udgangspunkt ikke finder anvendelse på selskaber underlagt lovgivningen i et tredjeland (dvs. ikke-EU-medlemsstat), selvom dette selskab er noteret på en fondsbørs i EU. De uheldige effekter heraf er afhjulpet ved, at det efter betingelsesdirektivet er en betingelse for notering, at selskaber, der ikke er omfattet af transparensdirektivet, offentliggør oplysninger om storaktionærbesiddelser.²⁸ Da der for disse selskaber ikke nødvendigvis er fastsat en underretningspligt, som sikrer, at selskabet modtager oplysningerne, tages der forbehold for, at selskaberne kun skal oplyse hver gang, de får kendskab til sådanne besiddelser.

Endelig følger det af direktivet art. 1, stk. 3, at dette ikke finder anvendelse for institutioner for kollektiv investering.

De fleste lande har blot fulgt direktivets bestemmelser. Tyskland, Holland, Finland og Sverige har dog udvidet forpligtelsen til at gælde selskaber, der er noteret i EØS.²⁹ I Island har man udvidet pligten til at omfatte alle selskaber noteret på en fondsbørs, uden det er præciseret, hvor denne er beliggende.³⁰ I den svenske verdipapirhandelslov 4 kap 1 § har man præciseret, at pligten gælder for alle selskaber, der er noteret på en børs eller et autoriseret marked i Sverige.

I Norge og Østrig har man valgt at begrænse pligten til selskaber noteret på en fondsbørs i de pågældende lande, hvilket næppe er i overensstemmelse med direktivet.³¹ Derimod er der ikke noget til hinder for, at de supplerende regelsæt udstedt af hhv. The Panel og NBK kun gælder for selskaber, som både er indregistreret og noteret i de to lande.

Som det fremgår nedenfor under 7.2, har enkelte lande indført storaktionærregler, som også gælder for ikke-børsnoterede selskaber, selvom dette ikke er en forpligtelse efter direktivet. Disse regler findes

²⁶ Nogle medlemsstater har lovvalgsregler, der medfører, at selskaber, hvis hovedsæde er beliggende i landet, omfattes af lovgivningen, selvom selskabet er oprettet og registreret i andre lande. Dette er eksempelvis tilfældet i Tyskland, Belgien og Frankrig.

²⁷ Jf. for Tyskland Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG 09.09.1998) § 26, stk. 3 og for Finland, Decision of the Ministry of Finance on information to be disclosed in connection with the disclosure and publication of holdings 25.03.1999/391, § 6, stk. 2.

²⁸ Jf. transparensdirektivet art. 1, stk. 4, som ændrer betingelsesdirektivet (79/279/EØF) skema C, punkt 5, litra c.

²⁹ Jf. hhv. WpHG 09.09.1998 § 21, stk. 1a, Disclosure of major holdings in Listed Companies Act 1996, senest ændret i 1999, art. 2, stk. 2, den finske værdipapirhandelslov 26.05.1989/495 § 1, stk. 2, og Lagen om handel med finansiella instrument 1991:980, 4 kap 1 §.

³⁰ Jf. Act no. 34/1998 on Securities Exchanges and Regulated Securities Markets, § 26.

³¹ Jf. lov om verdipapirhandel § 3-2, stk. 1 og den østrigske Stock Exchange Act art. 91.

i selskabslovgivningen og virker derfor som et parallelt regelsæt til de børsretlige regler. En undtagelse er dog England, hvor de to regelsæt som nævnt indledningsvis er sammenfaldende.

De danske storaktionærregler gælder for alle selskaber med aktier noteret i Danmark, i en anden EU-medlemsstat eller i et land som EU har indgået samarbejdsaftale med. Derudover gælder reglerne for selskaber optaget til handel på en autoriseret markedsplads i Danmark. Disse regler er på linie med dem i de undersøgte lande, idet der dog mangler en præcisering af, hvilke selskaber der omfattes. Det fremgår således ikke, om det kun er dansk indregistrerede selskaber, eller om det er selskaber, som på andet grundlag betragtes som omfattet af dansk ret.³²

5.1.3 Undtagne erhvervelser

Direktivets art. 9 giver medlemsstaterne ret til at indrømme professionelle værdipapirhandlere dispensation fra underretningspligten. Det er dog en forudsætning, at erhvervelsen er sket i denne egenskab som handler, og at aktieposten ikke benyttes til at gribe ind i det pågældende selskabs forvaltning.

I det materiale der er tilgængeligt, er denne undtagelse kun udnyttet i en mindre del af landene. Holland, Tyskland, Finland, Østrig og Luxembourg har i det væsentlige blot gengivet undtagelsen fra direktivet. I Holland har man valgt at begrænse undtagelsen til tre måneders besiddelse,³³ og i Grækenland gælder undtagelsen kun for besiddelser på op til 20 % af stemmerettighederne i et selskab.³⁴ I Tyskland er undtagelsen udvidet til også (efter ansøgning) at gælde for visse spekulationsforretninger, og man har yderligere bestemt, at der ikke kan udøves stemmeret på de aktier, der på denne måde er undtaget fra flagningspligten.³⁵

Mere komplicerede undtagelsesregler findes i den engelske Companies Act. For det første har man undtaget visse investeringsfirmaer fra pligten til at underrette ved erhvervelse af 3 %, og for disse

³² Uklarheden er en følge af det forhold at Værdipapirhandelslovens § 29 afløser § 28 c i aktieselskabsloven. Det var tidligere klart, at reglerne kun forpligtede dansk indregistrerede aktieselskaber, og det samme må derfor som udgangspunkt antages efter reglen er flyttet. Ifølge bemærkningerne til lovforslaget skulle ordlyden af § 29 gøre det klart, at alle selskaber noteret på Københavns Fondsbørs - uanset nationalitet - er omfattet af reglerne, jf. FT 1994-1995, Tillæg A, s. 3769, venstre spalte. Dette kunne tyde på, at begrebet *selskab* skal læses som omfattende udenlandske selskaber. Når det i storaktionærbekendtgørelsen § 1 præciseres, at reglerne gælder for selskaber noteret i Danmark eller i andre EU-medlemsstater, må det have formodningen imod sig, at man tilsigter at regulere udenlandske selskaber noteret i andre lande. Her synes begrebet *selskab* derfor at skulle læses som 'dansk indregistreret selskab'.

³³ Jf. den hollandske storaktionærlov (1996) art. 5.

³⁴ Jf. Presidential Decree 51/1992 on the information which must be published during the acquisition and disposal of a significant participation in a company, the shares of which are listed on the Athens Stock Exchange in compliance with Directive 88/627/EEC, sec. 9.

³⁵ Jf. WpHG 09.09.1998 § 23, stk. 2 og 4. For en diskussion af rækkevidden af denne stemmeretsbegrænsning, se Andreas Cahn i Die Aktiengesellschaft 1997 s. 508-12.

indtræder underretningspligten først ved 10 %.³⁶ Dernæst findes der en lang opremsning af besiddelser, som ikke omfattes af underretningspligten, i nogle tilfælde fordi der ikke er tale om en erhvervelse (jf. nedenfor 5.3), men i andre tilfælde egentlige undtagelser der bl.a. gælder for personer, der er autoriseret til at drive bank- og forsikringsvirksomhed. Desuden undtages autoriserede børser samt nationalbanker. En værdipapirhandler (market maker) undtages også, men kun såfremt aktiebesiddelsen ikke anvendes til at blande sig i selskabets ledelse.³⁷

Efter direktivets art. 6 kan gøres der undtagelse for underretningspligten, når flere selskaber i en koncern har underretningspligt, jf. hertil nedenfor.

Når Fondsrådet i medfør af den danske storaktionærbekendtgørelse § 4 har fritaget medlemmer af en fondsbørs fra underretningspligten, hvor en erhvervelse er et led i vedkommendes løbende forretning, og når besiddelsen ikke benyttes til at gribe ind i selskabets forvaltning, er dette helt på linie med reguleringen i de fleste lande.³⁸ Disse lande har dog ikke valgt at begrænse fritagelsen til kun at gælde besiddelser i kortere perioder eller under en vis størrelse.

5.2 Tærsklerne for flagning

¹⁰ Ifølge direktivets art. 4 skal der pålægges personer og selskaber pligt til at underrette selskabet, hvis deres erhvervelse eller afhændelse har til følge, at den andel af stemmerettighederne i selskabet, som den pågældende besidder, når op på eller overstiger tærsklerne 10 %, 20 %, 1/3, 50 % og 2/3 eller når ned under disse tærskler. Direktivet åbner mulighed for, at medlemsstaterne i stedet for at sætte tærsklen ved 20 % og 1/3, kan vælge at sætte den til 25 %, ligesom de kan sætte den til 75 % i stedet for 2/3. I Tyskland har man benyttet sig af begge disse muligheder, mens Holland har benyttet førstnævnte mulighed.³⁹

De i direktivet fastsatte tærskler kan i vidt omfang genfindes i andre selskabsdirektiver. Således har både tærsklen for 10 % og 20 % betydning i relation til regnskabsdirektiverne.⁴⁰ Tærsklen på 1/3 vil være en blokerende aktiepost, der bl.a. kan forhindre vedtagelsen af beslutninger såsom en fusion eller en kapitalnedsættelse eller -forhøjelse.⁴¹ Af samme årsag er tærsklen på 2/3 vigtig, fordi indehaveren af en sådan aktiepost på egen hånd kan gennemføre beslutninger af denne karakter. Tærsklen på 50 %

³⁶ Jf. hertil nærmere CA 1985, art. 199, stk. 2A.

³⁷ Jf. nærmere CA 1985, art. 209, særligt stk. 2 og 8.

³⁸ Jf. hertil Fondsrådet Årsberetning 1996 s. 20.

³⁹ Jf. hhv. WpHG 09.09.1998 § 21, stk. 1 og den hollandske storaktionærlov (1996), art. 1, stk. 1, litra c.

⁴⁰ Jf. det 4. selskabsdirektiv (78/660/EØF) art. 17 (20 %), det 7. selskabsdirektiv (83/349/EØF) art. 1, stk. 2 (20 %) og art. (10 %).

⁴¹ Jf. det 3. selskabsdirektiv (78/8555/EØF) art. 7 og det 2. selskabsdirektiv (77/91/EØF) art. 40.

er vigtig, idet den giver kontrol, og er bl.a. afgørende for pligten til at udarbejde konsoliderede regnskaber.⁴²

²⁰ Ifølge transparensdirektivet art. 4, stk. 1, kan medlemsstaterne vælge også at fastsætte, at underretningen ligeledes skal omfatte den andel af kapitalen i selskabet, som besiddes af erhververen.⁴³ Denne bestemmelse lægger ikke op til, at medlemsstaterne ændrer tærsklerne, så der også indtræder underretningspligt ved erhvervelse af en andel af kapitalen, men lægger op til at udvide indholdet af underretningspligten til at omfatte oplysninger af denne karakter. Ikke desto mindre har en række lande valgt at supplere underretningspligten, så de tærskler, der gælder for andel af stemmerettighederne, gælder tilsvarende for andel af kapitalen. Udover Danmark har følgende lande valgt denne løsning: Island,⁴⁴ Norge,⁴⁵ Holland,⁴⁶ Finland⁴⁷ og delvist Sverige.⁴⁸ Da disse regler er et supplement, vil der i disse lande være pligt til at informere efter begge sæt tærskler. Disse tærskler behøver således ikke være sammenfaldende, idet 10 % af kapitalen behøver ikke svare til 10 % af stemmerettighederne, når der er flere aktieklasser med stemmeretsdifferentiering.

³⁰ Nogle af de undersøgte lande har ligesom Danmark indsat yderligere tærskler, hvor der indtræder underretningspligt. Flere lande har ment, at der var et behov for at lade underretningspligten indtræde på et tidligere tidspunkt end ved 10 %. De fleste af disse lande har valgt at lade den indtræde ved 5 %. Det er tilfældet i Belgien, Østrig, Holland, Island, Sverige (NBK's regler) og Tyskland. I England har man valgt at lade underretningspligten indtræde ved 3 %⁴⁹, og i Italien ved 2 % af stemmerettighederne.⁵⁰

⁴² Jf. det 7. selskabsdirektiv (83/349/EØF) art. 1, stk. 1, litra a.

⁴³ I det første udkast til transparensdirektivet var tærsklerne knyttet til andelen af selskabets kapital, men Kommissionen ændrede forslaget i erkendelse af, at hvis formålet er at informere om, hvem der har indflydelse i selskabet, er det andelen af stemmerettighederne, der er afgørende.

⁴⁴ Act No. 34/1998 on Securities Exchanges and Regulated Securities Markets, art. 26.

⁴⁵ Lov om verdipapirhandel, nr. 79 af 19 juni 1997, § 3-2.

⁴⁶ Jf. den hollandske storaktionærlov (1996) art. 2, stk. 1.

⁴⁷ Jf. den finske værdipapirmarkedsløvslov (26.05.1989/495) § 9

⁴⁸ Jf. de af NBK udstedte "Rekommandation rörande offentliggörande vid förvärv och överlåtelse av aktier m.m. (Flaggningsrekommandationen) fra 1994, II, punkt 1. Underretningspligten fastsat i den svenske værdipapirshandelslov omfatter imidlertid alene erhvervelser, der udgør en %-del af stemmerettighederne.

⁴⁹ Jf. CA 1985 art. 199, stk. 2.

⁵⁰ Jf. Decree 58 af 24.02.1998 art. 120. Ifølge det præciserende regelsæt udstedt af Consob (regulation 11971/1999) art. 117, stk. 2, kan fondsmyndighederne fastsætte, at der skal gælde nogle andre tærskler for de selskaber, hvor der i vedtægterne er fastsat et ejerloft. Forfatterne er ikke bekendt med, at der findes sådanne præciseringer.

I Norge har man også underretningspligt ved opnåelse af 90 % af stemmerettighederne eller kapitalen, hvilket kan forklares med de særlige indløsningsregler, som gælder ved besiddelser af denne størrelse.⁵¹ I Østrig har man indsat supplerende underretningspligt ved tærsklerne: 5 %, 15 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 75 % og 90 %. Derudover har selskaber i Østrig mulighed for i vedtægterne at fastsætte en tærskel for tilbudspligt, og såfremt dette er sket, indtræder der også i dette tilfælde tilbudspligt.⁵² I Italien har man udover 2 % tærsklen fastsat ekstra tærskler ved 5 %, 7,5 % samt alle efterfølgende procentsatser delelig med 5.⁵³ I Belgien har man tærskler ved alle procentsatser delelig med 5.⁵⁴ I Finland er der indført supplerende tærskler ved 5 %, 15 % og 25 %.⁵⁵

Som omtalt ovenfor i 3 er det i nogle lovgivninger forudsat og delvis reguleret, at et selskab i sine vedtægter kan indsætte yderligere tærskler, som medfører underretningspligt.

⁴⁰ En endnu mere vidtrækkende underretningspligt findes i England, Sverige og Grækenland. Oprindelsen for disse mere vidtgående regler skal søges i England, hvor The Panel on Take-overs and Mergers har udstedt et regelsæt kaldet "Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares" eller blot SAR. Dette omfatter erhvervelser, som overstiger 15 % af de samlede stemmerettigheder i selskabet. Der skal gives underretning om en erhvervelse, der overstiger 15 %, og derefter skal der yderligere gives meddelelse om enhver efterfølgende erhvervelse, der medfører, at den samlede besiddelse af aktier overstiger et procentpoint (dvs. overstiger 16 %, 17 % osv. af stemmerettighederne). Der skal også gives meddelelse ved afhændelser, hvorved aktieposten kommer under et procentpoint, jf. Rule 3. Forpligtigelsen gælder helt til erhvervelsen overstiger 30 % af stemmerettighederne, som er den tærskel, der i England gælder for tilbudspligtens indtræden. Udover at skærpe underretningspligten har SAR's også til formål at begrænse muligheden for hurtigt at gennemføre store opkøb i et noteret selskab. Efter Rule 1 er udgangspunktet, at en person ikke indenfor en periode af 7 dage kan erhverve aktier, der repræsenterer mere end 10 % af de samlede stemmerettigheder, såfremt aktionærens samlede aktiebesiddelser herefter ville overstige 15 %.

De engelske regler er tæt knyttet til reguleringen af virksomhedsovertagelser, herunder overtagelsestilbud. Dette er årsagen til de skærpede underretningspligter op til 30 %, og årsagen til de særlige

⁵¹ Den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 3-2, stk. 1. Det skal dog nævnes, at den svenske og finske værdipapirhandelslov ikke har en tilsvarende underretningspligt ved 90 %, selvom der også der findes regler om indløsning, der svarer til de danske. Dog findes der i Sverige de af NBK udstedte regler, som indebærer en mere vidtgående oplysningspligt, jf. hertil ovenfor i teksten.

⁵² Jf. den østrigske fondsbørslov art. 91, stk. 1, som henviser til Takeover Act art. 27. Helt præcist betyder indførelsen af en sådan vedtægtsbestemmelse, at der er en formodning for, at en aktiepost, der overskrider tærsklen, har kontrollerende indflydelse, og at der derfor indtræder tilbudspligt. Formodningen kan dog tilbagevises. For en gennemgang af reglerne om tilbudspligt i Østrig henvises til Finanstilsynets udgivelse "Udredning om overtagelsestilbud", udarbejdet af Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen, 1998 s. 207-218.

⁵³ Jf. den italienske regulation 11971/1999 art. 117, stk. 1.

⁵⁴ Jf. den belgiske storaktionærlov (02.03.1989) art. 1.

⁵⁵ Jf. den finske værdipapirmarkedsløvslov (26.05.1989/495) § 9, stk. 1.

begrænsninger i hurtige erhvervelser. Disse regler skal sikre, at selskabet og dets aktionærer får mulighed for at forberede sig på en overtagelse. Af samme årsag har transparensdirektivet været kritiseret i England, fordi dette ikke er egnet til en sådan regulering.⁵⁶ For det første indtræder oplysningspligten først ved 10 % af stemmerettighederne, hvilket er meget sent. Dernæst har man i direktivet slet ikke foreskrevet nogen underretningspligt mellem 1/3 og 50 % af stemmerettighederne, hvilket betyder, at der kan gennemføres erhvervelser fra 34 % til 49 %, uden at der sker underretning herom.

Reglerne i SAR er i et vist omfang kopieret i de svenske regler udstedt af NBK. Efter disse indtræder der underretningspligt ved erhvervelse af 5 % af kapitalen eller stemmerettighederne i et selskab. Hvis en aktionær allerede besidder 5 %, er der pligt til at give underretning, hver gang aktionæren forøger eller formindsker sin besiddelse, så der overskrides en procentsats delelig med 5 (dvs. 10, 15, 20 osv.) dog højst 90 %. Før 1994 var der underretningspligt hver gang, en besiddelse ændres med 2 %-point i forhold til den sidste underretning. Der findes ikke i de svenske regler en regulering, der skal forhindre hurtige overtagelser af selskaber, idet man ikke mente, der var behov for en sådan regulering.⁵⁷ Da man ikke i Sverige har samme tradition for virksomhedsovertagelser som i England (og indtil for nylig var der heller ingen regler om tilbudspligt), tjener reglerne således først og fremmest til at sikre, at markedet er informeret om udviklingen.⁵⁸

I Grækenland har man også indført regler, der svarer til de engelske. En aktionær der, ejer mere end 10 % af stemmerettighederne i et noteret selskab, skal give meddelelse om enhver ændring i sine besiddelser, der overstiger 3 % af det samlede antal stemmer i selskabet. De første 12 måneder et selskab er noteret på børsen, skal aktionærer, der besidder over 10 %, give meddelelse om ændringer, der udgør 1½ %.⁵⁹

⁵⁰ Endelig skal det nævnes at de fleste lande har regler om tilbudspligt, som indeholder krav om, at en aktionær, der opnår kontrol med selskabet, har pligt til at give meddelelse om dette, hvorefter tilbudspligten indtræder. Tærsklen for hvornår tilbudspligten og dermed underretningspligten indtræder er forskellige, ligesom kravet til indholdet af underretningspligten varierer.⁶⁰

⁶⁰ Det kan i nogle tilfælde være vanskeligt at vurdere, om tærsklerne overskrides. Antallet af stemmerettigheder i selskabet kan således variere, eksempelvis fordi nogle aktier er tillagt flere stemmer pga. lang besiddelsestid, eller fordi det samlede antal stemmer er reduceret som følge af selskabets

⁵⁶ Se hertil Vanessa Edwards: EC Company Law, 1999 s. 297.

⁵⁷ Jf. udtrykkeligt NBK's generelle kommentarer til de oprindelige rekkommendationerne udstedt i 1984, hvor det bl.a. anføres, at svenske selskaber ikke ligesom engelske er udsat for at blive overtaget af især udenlandske investorer.

⁵⁸ Se hertil nærmere Helena Tjäder: Börsrettens flaggningsregler i ett internationellt perspektiv, 1997 s. 44-45.

⁵⁹ Det græske storaktionærdekret (PD 51/1992) art. 5, stk. 3 og 4.

⁶⁰ For en oversigt over reglerne om tilbudspligt se Finanstilsynets udgivelse "Udredning om overtagelsestilbud", udarbejdet af Nis Jul Clausen & Karsten Engsig Sørensen, 1998.

erhvervelse af egne aktier.⁶¹ Direktivets art. 4, stk. 2, bestemmer derfor, at medlemsstaterne om nødvendigt fastsætter de nærmere bestemmelser om, hvordan aktionærerne får meddelelse om de stemmerettigheder, der skal tages i betragtning ved vurdering af, om tærsklerne er overtrådt. Det er imidlertid kun få af de undersøgte lande, der har foretaget en præcisering. I Frankrig skal alle noterede selskaber inden 15 dage efter den ordinære generalforsamling offentliggøre det samlede antal stemmer i selskabet, og hvis antallet af stemmerettigheder i perioden mellem to ordinære generalforsamlinger ændrer sig med mere en 5 %, skal dette også offentliggøres.⁶² I England er det dels præciseret, at det afgørende er andelen af selskabets stemmerettighederne og ikke stemmerettighederne i en bestemt aktieklasser, dels er det bestemt, at der ikke skal tages hensyn til, at stemmeretten på nogle aktier midlertidig er suspenderet.⁶³ Sidstnævnte betyder, at der ikke skal tages hensyn til et selskabs erhvervelse af egne aktier, hvilket også antages at gælde i en række andre lande⁶⁴, ligesom det må indebære, at der ikke skal tages hensyn til, at nogle aktier ikke har stemmeret på grund af et stemmeloft.⁶⁵

I Luxembourg er det præciseret, at man ved beregningen af det samlede antal stemmer ikke skal tage hensyn til konvertible obligationer og andre værdipapirer, der kan konverteres til stemmeberettigede aktier.⁶⁶ Andre lande medregner dog denne type værdipapirer i et vist omfang. I Italien har man således valgt at lave nogle særregler om beregningen af en aktionærs besiddelsesandel for nogle men ikke alle tærskler. For tærsklerne 5 %, 10 %, 25 %, 50 % og 75 % er det bl.a. bestemt, at warrents og værdipapirer, som giver ret til konvertering til aktier, skal medregnes, hvis de giver ret til at erhverve/konvertere til aktier inden for en periode af 60 dage.⁶⁷ De svenske rekommandationer tager generelt udgangspunkt i, at optioner og konverteringsrettigheder medregnes i opgørelsen af det samlede

⁶¹ Disse problemer med opgørelse af antallet af stemmerettigheder var årsag til, at man i det oprindelige forslag til transparensdirektiv havde valgt at sætte tærsklerne som en andel af den tegnede kapital, jf. KOM(85) 791 s. 8.

⁶² Jf. den franske selskabslov (24.07.1966) art. 356-1-1 og nærmere Thierry Schoen: *The French Stock Exchange*, 1995 s. 50 f.

⁶³ Jf. CA 1985 art. 198, stk. 2. Alligevel kan det i engelsk ret være tvivlsomt, hvor mange aktier og dermed stemmerettigheder selskabet har udstedt. Selskabets ledelse kan således på egen hånd foranledige, at autoriseret kapital bliver til tegnet kapital. Derfor er det også i engelsk ret præciseret, at en aktionær alene skal foretage underretning, når han er vidende om, at tærsklen er overtrådt, jf. hertil CA 1985, sec. 198, stk. 1, litra 3 og Paul Davies: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 1997 s. 487.

⁶⁴ Udover Danmark antages det også at være tilfældet i bl.a. Tyskland og Norge. Vedrørende norsk ret, se Tore Bråthen i *Nordisk Tidsskrift for Selskabsret* 2000:2 s. 169. For tysk rets vedkommende fremgår det dels af forarbejderne til loven, men er yderligere præciseret i punkt 4 i skrivelse af 28. juni 1999 fra Bundesaussichtsrates für den Wertpapierhandel til de noterede selskaber.

⁶⁵ Dette antages også at gælde i Danmark, jf. Werlauff's kommenterede Aktieselskabslov, 1999 s. 276 og ifølge den herskende teori også i tysk ret, jf. Kay-Michael Schanz: *Börseneinführung*, 2000 s. 523, men kritisk Andreas Cahn i *Die Aktiengesellschaft* 1997 s. 504.

⁶⁶ Jf. Act of 4th December 1992 on the information to be published when a major holding in a listed company is acquired or disposed of, art. 1, stk. 2.

⁶⁷ Jf. den italienske regulation 11971/99 art. 119.

antal stemmerettigheder samt den samlede kapital.⁶⁸ I Belgien har man ligeledes præciseret, hvordan optioner, konvertible værdipapirer og køberettigheder skal indgå i beregningen af, hvor stor en besiddelse man har.⁶⁹

Når der i Danmark gælder en underretningspligt ved 5 % og enhver højere procentsats delelig med 5, er man blandt de lande, der har flest tærskler. Det samme er tilfældet, når man i dansk ret både medtager andel af stemmerettigheder og andel af kapital. Der er et par lande, der har en videregående regulering, ved at de lader underretningspligten indtræde ved en lavere tærskel end 5 % (England og Italien), og ved at der er fastsat udvidet underretningspligter for ændringer i besiddelsen hos aktionærer, der allerede har en større besiddelse (England og Grækenland).

5.3 Erhvervsbegrebet

Underretningspligten indtræder for den, der erhverver eller afhænder aktier i et selskab. Dette rejser spørgsmålet, hvornår og hvordan en erhvervelse sker. Nært beslægtet hermed er spørgsmålet, hvornår aktier som formelt erhverves af en person eller selskab reelt skal henføres til en anden person/selskabs besiddelser. Sidstnævnte problem gennemgås i det følgende afsnit om besiddelsesbegrebet.

Ifølge transparensdirektivets art. 2 forstås ved erhvervelse ikke blot køb af en aktie, men også enhver anden form for erhvervelse af andele, uanset i hvilken egenskab og hvilken fremgangsmåde, der er anvendt. Derudover følger det af 4, stk. 1, at fristen for at give underretning indtræder, når aktionæren får kendskab til erhvervelsen eller afhændelsen, eller fra det tidspunkt hvor han i betragtning af omstændighederne burde have fået kendskab hertil.

Denne formulering efterlader en del usikkerhed om det præcise indhold af erhvervsbegrebet, og det er kun i begrænset omfang, at man i de undersøgte lande har foretaget en præcisering.

For det første tyder formuleringen på, at det er alle 'aktive' erhvervelser der omfattes af begrebet. Det synes derfor at være underordnet, om erhvervelsen sker ved arv, gave, fusion eller lignende overførsler. I Norge er det præciseret, at et lån af en aktie også sidestilles med en erhvervelse.⁷⁰

Derimod er det mindre klart, i hvilket omfang mere passive erhvervelser omfattes. Det kunne eksempelvis være overskridelser af stemmeretstærsklen, som skyldes at stemmeretten på nogle af selskabets aktier suspenderes eksempelvis som følge af et stemmeloft eller et selskabs erhvervelse af

⁶⁸ Dog undtages standardiserede værdipapirer af denne karakter, idet disse i praksis ikke bliver konverteret til aktier, jf. nærmere Helena Tjäder: Börsrettens flaggningsregler, 1997 s. 49. Begrundelsen for at medtage sådanne værdipapirer og rettigheder, der med stor sandsynlighed bliver til en aktie, er at man dermed får et indblik i, hvordan magtforholdene i selskabet bliver i fremtiden.

⁶⁹ Jf. Royal Decree of May 10th 1989 concerning the disclosure of large shareholdings in companies listed on the stock exchange, art. 1. Udgangspunktet er, at de kun skal medtælles, når tiden er kommet, hvor indehaveren kan kræve konvertering, tegning eller køb. Der er dog opstillet særlige regler om, at mens optioner og konvertible værdipapirer skal indgå i både tæller og nævner ved beregningen, skal køberettigheder kun indgå i tælleren i brøken. Dette hænger naturligvis sammen med, at en køberet ikke vil forøge antallet af aktier og dermed stemmer.

⁷⁰ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 3-2, stk. 3. Det samme antages i Sverige, hvor man også har tradition for aktielån, der indebærer at låntager disponerer over alle rettigheder knyttet til aktien, jf. nærmere Helena Tjäder: Börsrettens flaggningsregler, 1997 s. 23.

egne aktier. Som nævnt i forrige afsnit er dette kun udtrykkeligt reguleret i England, men det antages i en række lande, at sådanne overskridelser ikke udløser underretningspligt.⁷¹ Modsat følger det eksempelvis i Frankrig, at også erhvervelser, der skyldes ændring i det samlede antal stemmer, er omfattet.⁷² En anden delvis passiv erhvervelse kan ske ved en kapitalforhøjelse, og her har man bl.a. i Tyskland indtaget det synspunkt, at dette udløser underretningspligt.⁷³

Et andet problem rejser sig ved en delvis erhvervelse af en aktie. Er det eksempelvis nok, at man erhverver stemmeretten til en aktie?⁷⁴ At dette er tilfældet følger indirekte af besiddelsesbegrebet, men er også udtrykkeligt angivet i eksempelvis Italien.

Tidspunktet for en erhvervelse kan også i en række situationer være uklart. Eksempelvis kan der i et aktiekøb være indsat forskellige forbehold, der gør, at købet ikke er endeligt. Der kan være tale om et ejendomsforbehold, et forbehold om konkurrencemyndighedernes godkendelse mv. Dette rejser spørgsmålet, om det afgørende er aftaletidspunktet, eller det tidspunkt hvor købet er endeligt og eventuelle forbehold bortfalder. Problemstillingen ses ikke løst i de undersøgte lande, men det har været genstand for debat i den juridiske teori.⁷⁵ Den mest stringente løsning vil være at fastholde, at der først foreligger en erhvervelse, når overdragelsen er endelig, men en sådan retsstilling kan eventuelt give anledning til omgåelse. Et beslægtet problem er, hvornår en aktieoption eller en konverteringsret til aktier skal medregnes i en aktionærs besiddelser. Som nævnt ovenfor har man i Luxembourg præciseret, at der ikke skal tages hensyn til optioner, så længe optionen ikke er udnyttet, og der skal ikke tages hensyn til konvertible værdipapirer, så længe konvertering ikke er sket. Det samme udgangspunkt antages i

⁷¹ Det er således tilfældet i Danmark og Tyskland, se hertil ovenfor note 50xx. Derudover følger det vel også af en ordlydsfortolkning af begreberne erhvervelse og afhændelse ikke omfatter sådanne passive overskridelser, jf. hertil også Vanessa Edwards: EC Company Law, 1999 s. 295.

⁷² Jf. Thierry Schoen: The French Stock Exchange, 1995 s. 51.

⁷³ Jf. hertil Horst Nottmeier & Holger Schäfer i Die Aktiengesellschaft 1997 s. 89 og Schanz: Börseneinführung, 2000 s. 526. Det følger af afgørelsen refereret i Afgørelser og udtalelser 1997 nr. 1.9, at en erhvervelse, der sker ved en fondsemission, skal oplyses efter dansk ret.

⁷⁴ Det er yderligere nødvendigt at sondre mellem forskellige former for erhvervelse af stemmeretten. I nogle lande kan man lave en overdragelse af dele af en aktie, her stemmeretten. En anden metode består i, at der gives uigenkaldelig stemmefuldmagt. Mens den førstnævnte formentlig altid vil være en erhvervelse, vil sidstnævnte ikke nødvendigvis være det. Se til sammenligning sagsforholdet i UfR 1994 s. 234, hvor Højesteret nåede frem til at en uigenkaldelig stemmefuldmagt, der var indgået vedrørende aktier i Louis Poulsen & Co A/S, var ugyldig, men Højesteret fandt ikke, at der var rådet over aktierne i et sådan omfang, at der var sket en overdragelse, og dermed var der ikke udløst nogen forkøbsret til aktierne.

⁷⁵ Jf. særligt debatten i tysk ret, Andreas Cahn i Die Aktiengesellschaft 1997 s. 506-08, Schanz: Börseneinführung, 2000 s. 524 ff samt Horst Nottmeier & Holger Schäfer i Die Aktiengesellschaft 1997 s. 88. Selvom spørgsmålet er omdiskuteret synes de fleste forfattere at antage, at underretningspligten først udløses, når forbeholdene bortfalder og aftalen er endelig. Problemet forelå indirekte i sagen vedrørende Codans overdragelse af aktier i Norden til Kurt Thorsen, hvor det ikke fremgik af den oprindelige meddelelse, at aktierne var overdraget med ejendomsforbehold og således, at Codan bevarede stemmeretten. Københavns Fondsbørs beklagede, at de nærmere forhold omkring besiddelsesforholdene ikke var oplyst i den oprindelige meddelelse, jf. Afgørelser og Udtalelser 1999 nr. 1.2. Afgørelsen tager således ikke direkte stilling til spørgsmålet om, hvornår der er sket en 'erhvervelse', når der er forskellige forhold knyttet til aftalen. Se hertil også Afgørelser og udtalelser 1996 nr. 1.8.

teorien at gælde i flere lande. Derimod har man i Italien, Belgien, Norge og i de svenske rekommandationer bestemt, at man i visse tilfælde skal betragte disse aktier som erhvervet, selvom optionen eller konverteringsretten endnu ikke er udnyttet.⁷⁶ I tilfælde at kapitaludvidelser kan det også være uklart, om der er sket en erhvervelse, når der er afgivet et forpligtende tegningstilsagn, eller om erhvervelsen først sker, når kapitalforhøjelsen er gennemført og aktierne er udstedt. I England antager man, at det er det førstnævnte tidspunkt der er afgørende, idet der i praksis kan gå flere måneder, inden de nye aktier er udstedt.⁷⁷

I Finland har man indsat en bestemmelse, hvorefter en erhvervelse foreligger ved "...a contract or other arrangement which, when effected, results in the said threshold being reached..." Denne formulering kunne tyde på, at man efter finsk ret generelt skal medtage optioner mv., ligesom man skal medtage aktiekøb, selvom disse indeholder forbehold.⁷⁸

I engelsk ret har man også præciseret, at der er flagningspligt, når man enten indgår en aftale om køb af aktier (der er ikke herved gjort undtagelser for køb med forbehold), eller når en person ikke formelt står som ejer, men dog kan udnytte alle rettigheder knyttet til aktien. Endvidere vil køberettigheder og købepligter vedrørende aktier som udgangspunkt betragtes som erhvervelser.⁷⁹

Selvom om en erhverver kun besidder aktierne nogle få dage eller timer, og selvom han overskrider flagningsstærsklerne ved en fejltagelse vil der som udgangspunkt være flagningspligt.⁸⁰ Direktivet synes ikke at åbne mulighed for at fritage kortvarige eller ufrivillige overskridelser af stærsklerne, idet fristen for flagning dog ikke indtræder før erhververen får kendskab til overskridelsen eller burde kende hertil, jf. transparensdirektivets art. 4, stk. 2..

I tilfælde af at et selskabs aktier handles via aktiecertifikater, følger det af transparensdirektivets art. 1, stk. 2, at det er overdragelsen af disse, der udløser underretningspligt. Bestemmelsen henviser vistnok til den praksis i visse lande, der indebærer at selskabets aktier indehaves af en fond eller stiftelse, og at

⁷⁶ Jf. referencerne til italiensk og svensk ret i noterne 52 og 53xx samt den norske værdipapirhandelslov (19.06.97/79) § 3-2, stk. 3. I en række tilfælde vil optioner falde ind under transparensdirektivets art. 7, 7. pind, som omtales nedenfor under 5.4.1.

⁷⁷ Jf. DTI's rapport Disclosure of interests in shares: The EC major shareholdings directive, februar 1991, s. 15. Det skal bemærkes, at man i engelsk ret opererer med en autoriseret, men endnu ikke tegnet kapital, og det er særligt tegning af denne kapital, som der refereres til i rapporten. Problemstillingen er dog den samme ved 'almindelige' kapitalforhøjelser.

⁷⁸ Jf. den finske værdipapirmarkedslov (26.05.1998/495) § 9, stk. 1. Det synes dog at blive præciseret i decision of the Ministry of Finance on the information to be disclosed and publication of holdings of 25.03.1999/391 art. 3, at det kun skal tages hensyn til sådanne ændringer i det omfang der er kendskab hertil. Dette kan betyde, at tegningsoptioner mv., som er usikre, ikke skal medregnes. Det er dog ikke muligt at sige med sikkerhed, at dette er den rigtige fortolkning.

⁷⁹ Jf. CA 1985 sec. 208 hvor det anføres, at der er tale om en erhvervelse, hvor en aktionær "...has the right to call for the delivery of the shares to himself...or he has a right to acquire an interest in shares or is under an obligation to take an interest in share."

⁸⁰ Kritisk hertil, se Uwe Schneider i Die Aktiengesellschaft 1997 s. 84. Det skal nævnes at Schweiz har man hjemmel til at fritage meget kortvarige overskridelser af flagningsstærsklerne, jf. hertil Daniel Daeniker: Swiss Securities Regulation, 1998 s. 170.

det er denne, der udsteder certifikater, der modsvarer aktierne. Reglen er medtaget i reguleringen i bl.a. Norge, Luxembourg og Grækenland.⁸¹

I dansk ret har man ikke defineret erhvervelsesbegrebet nærmere, idet det blot angives, at underretningspligten påhviler enhver, der besidder aktier, der overstiger tærsklerne. Ved ikke at præcisere erhvervelsesbegrebet ligger man på linie med de fleste lande. Der er nogle lande der har reguleret enkelte af de spørgsmål, der knytter sig til erhvervelsesbegrebet, men der er ingen lande, der har formået eller forsøgt en mere udtømmende at regulering.

⁸¹ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 3-1, stk. 6 (der omhandler grunnfondsbevis), det græske storaktionærdirektiv (PD 51/1992) art. 4, stk. 2 og for Luxembourg, storaktionærloven (04.12.1992) art. 3.

5.4 Besiddelsesbegrebet

5.4.1 Storaktionærdirektivet

I medfør af storaktionærdirektivets art. 1 finder direktivet anvendelse på enhver, “som direkte eller gennem en anden person erhverver eller afhænder” aktier. For opgørelsen af en besiddelse er udgangspunktet den stemmeret, som tilkommer den pågældende aktionær, idet aktionærens indflydelse på selskabets forhold beror herpå. Hvor stor kapitalandelen er, kan dog også tillægges betydning, jf. art. 4, stk. 1, hvorefter medlemsstaterne tillige kan anvende en tærskel baseret på kapitalandel.⁸²

De nærmere regler for hvorledes en persons (fysiske såvel som juridiske personer) besiddelse af stemmerettigheder skal opgøres, fremgår af art. 7. Besiddelsesbegrebet er ganske omfattende, idet en person ikke alene skal medregne egne besiddelser. Grundtanken er, at en person til sin egen besiddelse skal medtage enhver stemmeret, som den pågældende enten selv kan udøve eller selv har mulighed for at udøve eller gennem aftale med andre har mulighed for at øve indflydelse på.

Art. 7 opregner 8 forhold, som begrundet medtælling af stemmerettigheder:

1. “stemmeret, som andre personer eller enheder besidder i deres eget navn for den fysiske person eller juridiske enheds regning”. Bestemmelsen medfører, at selvom en stemmeretsbesiddelse er placeret hos en nominee, er den reelle ejer altid forpligtet til at oplyse sin identitet og besiddelse, såfremt hans samlede besiddelse passerer en tærskel med oplysningspligt.⁸³
2. “stemmeret, der besiddes af virksomheder, som den fysiske person eller juridiske enhed kontrollerer”. En kontrolleret virksomhed defineres i direktivets art. 8, stk. 1, som enhver form for virksomhed, 1) hvori den pågældende har stemmemajoriteten, 2) hvor den pågældende har ret til at udnævne eller afsætte flertallet af medlemmerne af ledelsesorganet, samtidig med at den pågældende er selskabsdeltager, eller 3) hvor den pågældende er selskabsdeltager og i kraft af aftale med andre selskabsdeltagere alene kontrollerer flertallet af stemmerettigheder. Ved beregningen af modervirksomhedens stemmerettigheder eller ret til at udnævne/afskedige ledelsesmedlemmer skal tillægges alle andre kontrollerede virksomheders rettigheder, samt rettigheder der besiddes af en person eller enhed, som optræder i eget navn, men på modervirksomhedens eller enhver anden kontrolleret virksomheds vegne, jf. art. 8, stk. 2. Hermed er det således, at såvel direkte som indirekte kontrol medregnes, og indskydelse af en nominee ændrer ikke på opgørelsen. Med art. 8 er der sket en overførsel til storaktionærdirektivet af tre af de koncernkriterier, som efter det 7. selskabsdirektiv om konsoliderede regnskaber (83/349/EØF) udløser pligt til af aflægge koncernregnskab.⁸⁴
3. “stemmeret, der besiddes af en tredjemand, med hvem den fysiske person eller juridiske enhed har indgået en skriftlig aftale, der forpligter dem til, ved samordnet brug af deres stemmeret, at føre en langsigtet, fælles politik med henblik på forvaltningen af det pågældende selskab”. Denne bestemmelse om såkaldt ‘samordnet praksis’ indebærer, at besiddelser hos alle parter i aktionæraf-

⁸² Se nærmere ovenfor under 5.2.2⁰.

⁸³ Det antages, at nomineeen tillige skal oplyse om besiddelsen, jf. Vanessa Edwards, EC Company Law, 1999 s. 298.

⁸⁴ Jf. det 7. selskabsdirektivs art. 1, stk. 1, litra a, b og d (bb) samt art. 2, stk. 1.

talen skal medtælles.⁸⁵ Bestemmelsen er begrænset til aftaler om en langsigtet politik vedrørende selskabets forvaltning, hvorfor stemmebindingsaftaler med henblik på en bestemt generalforsamling eller en bestemt situation normalt ikke vil udløse oplysningspligt.⁸⁶ Desuden gælder den kun for skriftlige aftaler.

4. "stemmeret, der besiddes af en tredjemand i henhold til en skriftlig aftale med den fysiske person eller juridiske enhed eller med en af de virksomheder, som denne person eller enhed kontrollerer, om midlertidig overdragelse af stemmeret mod betaling". Som nr. 3 omfatter bestemmelsen kun skriftligt afslår.
5. "stemmeret, der er knyttet til aktier, som besiddes af den fysiske person eller juridiske enhed, og som er deponeret som sikkerhedsstillelse, med mindre stemmeretten besiddes af depositaren, og denne erklærer, at han har til hensigt at udøve den; i sidstnævnte tilfælde betragtes den som depositarens stemmeret". Hovedområdet for denne bestemmelse er pantsatte aktier.
6. "stemmeret, der er knyttet til aktier, hvorover den fysiske person eller juridiske enhed har *ususfructus*".
7. "stemmeret, som den fysiske person eller juridiske enhed eller en af de andre personer eller enheder, der er nævnt i ovenstående led, har ret til at erhverve på eget initiativ i henhold til en skriftlig aftale" I forbindelse med sådanne aftaler om køberet til aktier mv. er det i bestemmelsen præciseret, at oplysningspligtens indtræden, jf. art. 4, stk. 1, er på datoen for aftalens indgåelse, og ikke på den senere tidspunkt, hvor stemmeretten erhverves gennem udnyttelse af køberetten.
8. "stemmeret, der er knyttet til aktier deponeret hos den fysiske person eller juridiske enhed, som denne kan udøve efter forgodtbefindende, når der ikke foreligger særlige instrukser fra indehaveren". Den bestemmelse tager højde for den praksis, som blandt andet er udbredt i Tyskland, hvorefter aktier deponeres i en bank, således at banken kan udøve stemmeretten. I sådanne tilfælde har medlemsstaterne mulighed for at fravige bestemmelsen om oplysningspligtens indtræden, idet det kan foreskrives, at aktionærens oplysningspligt over for selskabet først indtræder 21 kalenderdage før afholdelse af selskabets generalforsamling, jf. art. 7, stk. 2. Oplysningspligten indtræder efter art. 4, stk. 1 normalt 7 dage efter erhvervelsen. Når selskabet senest 21 dage før generalforsamlingen har modtaget meddelelsen, skal selskabet efter art. 10, stk. 1 give meddelelse til den kompetente myndighed inden yderligere 9 kalenderdage. Såfremt en medlemsstat vælger at anvende undtagelsesbestemmelsen, indebærer det, at selskabets øvrige aktionærer og offentligheden før i forbindelse med generalforsamlingens afholdelse bliver bekendt med besiddelsesforholdet.

5.4.2 National regulering generelt

⁸⁵ Jf. Vanessa Edwards, *EC Company Law*, 1999 s. 300, der dog samtidig kritiserer direktivets bestemmelse om samordnet praksis for at være for snæver, dels set i relation til tidligere forslag til direktivtekst, dels i forhold til de engelske regler omtalt nedenfor.

⁸⁶

Grænsen mellem længerevarende forpligtende aftaler om udøvelse af stemmeret og de mindre forpligtende aftaler kan dog i praksis være meget svær at trække, jf. hertil diskussionen hos Horst Nottmeier & Holger Schäfer i *Die Aktiengesellschaft* 1997 s. 94-95.

Som det fremgår af det netop anførte er besiddelsesbegrebet i forhold til andre dele af direktivet og de øvrige børsdirektiver fastlagt relativt detaljeret og bredt i art. 7. Selvom der er tale om et minimumsdirektiv, har medlemslandene i betydeligt omfang valgt ordret eller med begrænsede modifikationer at overføre direktivets bestemmelser til den nationale regulering. En sådan overførsel findes eksempelvis i Østrig, Belgien,⁸⁷ Tyskland, Grækenland, Island og Luxembourg. Med en sådan overførsel sikrer de enkelte lande en formel korrekt og fuld implementering af direktivet, men samtidig er der mulighed for, at der i national lovgivning findes regler, som svarer mindre godt til andre regler eller forhold i det pågældende land.⁸⁸ Der foreligger ikke i det indkomne materiale oplysninger, som gør det muligt at vurdere, hvorledes reglerne administreres i de nævnte lande, og hermed om der trods en stort set ens ordlyd er forskellige i anvendelsen af reglerne i de undersøgte lande.

Det forhold at de undersøgte lande har gengivet den relativt omfattende opremsning i storaktionærdirektivets art. 7 betyder, at det kan være oplagt at opfatte opremsningen som udtømmende. Det forhold at overtrædelse af flagningspligten i nogle tilfælde er forbundet med bødestraf eller endog fængsel, jf. hertil nedenfor afsnit 5.6, vil yderligere tale imod anvendelse af analogislutninger og udvidende fortolkninger.⁸⁹ Hvis imidlertid bestemmelserne betragtes som udtømmende, er konsekvensen, at reglerne bliver forholdsvis lette at omgå, hvilket også synes at være erkendt i flere lande.⁹⁰ Til sammenligning kan det nævnes, at man i den svenske flagningsrekommendation har anført følgende i indledningen: "Liksom tidlgere rekommendationer innehåller inte denna rekommendation någon detaljreglering i syfte att hindra kringgåenden.

Det skal bemærkes, at Norge som det eneste af de undersøgte lande ikke har valgt at anvende en særligt besiddelsesbegreb for medtælling af andres besiddelser i relation til storaktionærer. De norske regler om medtælling henviser alene til den norske værdipapirhandelslovs generelle definition af nærtstående parter, som omfatter familiemæssigt og økonomisk nærtstående, koncernforbundne selskaber mv. samt personer, som må formodes at samarbejde med hensyn til brugen af stemmerettigheder.⁹¹

⁸⁷ I Belgien er overførslen af direktivets bestemmelse sket på lovniveau, jf. storaktionærbesiddelsesloven (02.03.1989). Mere detaljerede regler findes i storaktionærdekret (25.03.1989) art. 3-6.

⁸⁸ Se for dansk rets vedkommende eksempelvis den 6. pind i direktivets art. 7 om *ususfructus* implementeret ved storaktionærbekendtgørelsen § 1, nr. 8. Selvom *ususfructus* eller brugsret til en akties stemmerettigheder som nævnt ovenfor under 4.1.1.3⁰ ikke forekommer efter dansk ret, er det dog nødvendigt at implementere bestemmelsen, blandt andet fordi de danske storaktionærbestemmelser også gælder for udenlandske aktionærer i danske selskaber, og for danske selskaber der er noteret på en fondsbørs beliggende i en andet EU-land, jf. direktivets art. 1, stk. 1.

⁸⁹ Jf. således også for tysk ret, Andreas Cahn i *Die Aktiengesellschaft* 1997 s. 503.

⁹⁰ Jf. for Sverige Helena Tjäder: *Börsrättens flaggningsregler i ett internationallt perspektiv*, 1997 s. 51 og for Tyskland Kay-Michael Schanz: *Börseneinführung*, 2000 s. 527.

⁹¹ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 1-5. Ved blandt andet at inddrage familiemæssigt nærtstående er bestemmelsen mere vidtgående end foreskrevet i direktivet. På den anden side synes bestemmelse ikke fuldtud at implementere direktivets krav, idet eksempelvis bestemmelse om medtælling af pantsatte aktier ikke følger af § 1-5.

Der er lande, som har valgt at indføre mere vidtgående eller mere præcise bestemmelser om opgørelse af besiddelsen. Disse regler vedrører primært opgørelsen i forbindelse med koncernforbundne selskaber og andre nærtstående personer og selskaber, samt hvorvidt der skal ske nedtælling på grund af samordnet praksis baseret på aktionæroverenskomst eller lignende. Desuden opstiller en række lande formodningsregler, hvorefter bestemte relationer mellem parterne medfører, at der skal ske en medtælling af besiddelsen, medmindre parterne kan bevise, at der ikke er tale om eksempelvis en samordnet praksis. Disse regler omtales straks nedenfor under 5.4.3 og 4, hvoraf det desuden fremgår, at de mest vidtgående og detaljerede regler for opgørelse af besiddelsen findes i Frankrig, England og Sverige.

En række af de undersøgte lande, herunder Belgien, Finland, Frankrig, Italien og Holland har valgt at præcisere, i hvilket omfang og på hvilket tidspunkt stemmerettigheder, der knytter sig til aktieoptioner, konvertible gældsbreve mv., skal medtælles.⁹² I Østrig findes der desuden en særlig regel om opgørelse af besiddelsen i forbindelse med samordnet praksis med henblik på at overtage majoriteten i et selskab. Såfremt der foreligger en samordnet praksis med henblik på majoritetsovertagelse, skal de involverede parter samlede besiddelse af stemmerettigheder lægges til grund ved opgørelsen af storaktionærbesiddelsen.⁹³ Der er hermed som i England sket en sammenkædning mellem reglerne om storaktionærbesiddelser og overtagelsestilbud.

Desuden har en række lande i de senere år indført særlige bestemmelser om offentliggørelsespligt og opgørelsen af besiddelsen i tilfælde, hvor et selskab iværksætter såkaldte buy back-programmer. Det er eksempelvis tilfældet i Tyskland og Sverige. Denne særlige form for oplysningspligt vedrører handel med egne aktier, og omtales nærmere nedenfor under 6.2.

Af mere specielle udvidelser af besiddelsesbegrebet i forhold til direktivet kan nævnes, at der efter de islandske regler skal ske medtælling af stemmerettigheder til aktier, som den pågældende har ret til at modtage udbytte fra, uanset om stemmeretten tillige er overført.⁹⁴ Efter norsk ret skal selskaber altid offentliggøre aktiebesiddelser i andre selskaber, som er børsnoterede, såfremt det pågældende selskab i kraft af aktiebesiddelsen er repræsenteret i det børsnoterede selskabs ledelsesorgan.⁹⁵

Ganske som i den danske storaktionærbekendtgørelsen § 1, stk. 1 har en lang række af de undersøgte lande valgt at overføre direktivets bestemmelser om opgørelse af besiddelsen til national lovgivning. Der findes dog mere vidtgående bestemmelser, som inddrager køberet til aktier mv. under besiddelsen, ligesom en række lande har valgt at opstille særlige regler med baggrund i reguleringen af overtagelsestilbud og buy back-programmer.

⁹² Se nærmere herom ovenfor under 5.2.6.

⁹³ Jf. den østrigske fondsbørslov § 92, nr. 9 med henvisning til lov om takeovers § 23.

⁹⁴ Jf. art. 15, nr. 7 i Rules on membership of the Iceland Stock Exchange udstedt af den islandske fondsbørs, smh. med den islandske fondsbørslov (34/1998) § 26 og 27.

⁹⁵ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 3-1(1).

5.4.3 Koncernforbundne enheder og andre nærtstående

Som omtalt ovenfor under 5.4.1 indebærer storaktionærdirektivets art. 7, nr. 2, at en fysisk eller juridisk person til sin egen besiddelse skal medregne besiddelser hos kontrollerede virksomheder, og med art. 8's definition af kontrolleret virksomhed er en del af regnskabsdirektivernes koncernkriterier overført til storaktionærreglerne.

De fleste af de undersøgte lande har valgt at overføre kontrolkriterierne fra art. 8, eventuelt således at det præciseres, at såvel direkte som indirekte kontrol er omfattet. En sådan eksplicit fremhævelse findes i Østrig⁹⁶, Frankrig⁹⁷ og Tyskland.⁹⁸ Enkelte lande, herunder Sverige,⁹⁹ Norge¹⁰⁰ og Holland¹⁰¹ har valgt at overføre (eller henvise til) de koncernbegrundende kriterier i selskabs- og regnskabslovgivning til storaktionærreglerne, eventuelt med angivelse af at kontrol foreligger i forhold mellem alle typer af virksomheder og personer, ligesom der ikke skelnes mellem kontrol på horisontalt og vertikalt niveau.

Udover nærmere regler om hvornår kontrol foreligger, findes der i Frankrig regler, hvorefter der i en række tilfælde er formodning for, at der er tale om en kontrolleret gruppe.¹⁰² Der formodes blandt andet at foreligge kontrol, såfremt den pågældende besidder 40 % af stemmerne eller kapitalen i et selskab, forudsat at der ikke findes en anden aktionær, som direkte eller indirekte besidder flere stemmer i selskabet.¹⁰³ I Finland som i England henregnes til kontrollerede virksomheder tillige kontrol, som en aktionær alene eller efter aftale med andre har over pensionsfonde og lignende.¹⁰⁴

I England skal en aktionær til sin egen besiddelse medregne besiddelser, som er baseret på en såkaldt 'corporate interest'.¹⁰⁵ Dette omfatter blandt andet tilfælde, hvor den pågældende kan give ledelsen i et andet selskab instruktioner i relation til det andet selskabs forhold, ligesom besiddelse af en tredjedel eller mere af stemmerettighederne i et selskab betyder, at dette selskabs besiddelser skal medtælles. På tilsvarende vis skal der ske medtælling i relation til selskaber, hvor den pågældende har en indirekte 'corporate interest', det vil sige ejer en tredjedel eller mere i et selskab, som ejer en tredjedel eller mere i et andet selskab.

⁹⁶ Jf. den østrigske fondsbørslov art. 91(1).

⁹⁷ Jf. den franske selskabslov (24.07.1966) art. 355-1(2)(i).

⁹⁸ Jf. den tyske værdipapirhandelslov (WpHG 09.09.1998) § 22(3).

⁹⁹ Jf. den svenske lov om handel med finansielle instrumenter (1991:980) 4 kap. 2 § (stk. 2).

¹⁰⁰ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 1-5, nr. 4.

¹⁰¹ Jf. den hollandske storaktionærlov (1996) art. 1(1)(d).

¹⁰² Jf. den franske selskabslov (24.07.1966) art. 355-1, hvorefter der udover besiddelse af flertallet af stemmerettighederne foreligger kontrol, såfremt man rent faktisk har stemmemajoriteten på selskabets generalforsamling.

¹⁰³ Jf. den franske selskabslov (24.07.1996) art. 356-1-2.

¹⁰⁴ Jf. den finske værdipapirmarkedslaw (26.5.1989/495) § 9, stk. 2.

¹⁰⁵ Jf. CA sec. 203, stk. 2-4.

Endelig er det således, at en række lande har indført bestemmelser om obligatorisk medregning af besiddelser, der tilhører personer, som den pågældende har familiemæssige relationer til. Det gælder Norge (ægtefælle, samlever, samt egne mindreårige børn og mindreårige børn af ægtefælle eller samlever),¹⁰⁶ Sverige (ægtefælle, samlever og umyndige børn)¹⁰⁷ og England (ægtefælle og mindreårige børn og stedbørn).¹⁰⁸

I forhold til det i dansk ret anvendte besiddelseskriterium kan det konstateres, at der findes eksempler på reguleringer, hvor der sker en obligatorisk medregning af besiddelse fra familiemæssigt nærtstående personer. Desuden har en række lande, herunder England gennemført vidtgående regler om kontrollerede virksomheder, ligesom der i Frankrig opstilles formodningsregler i forbindelse med fastlæggelsen af kontrolbegrebet.

5.4.4 Samordnet praksis

Som nævnt ovenfor under 5.4.1 skal man efter storaktionærdirektivet art. 7, 3. pind til egen besiddelse medregne andres besiddelser, såfremt der er indgået en skriftlig aftale, der forpligter parterne til, ved samordnet brug af deres stemmeret, at føre en langsigtet, fælles politik med hensyn til forvaltningen af det pågældende selskab. Der findes i de undersøgte lande flere eksempler på, at denne bestemmelse om samordnet praksis, ‘concert parties’ eller ‘acting in concert’ er blevet udvidet og præciseret.

I nogle lande er kravet om at kun skriftlige aftaler omfattes, ikke overført. Dette er eksempelvis tilfældet i Belgien, Tyskland, Holland og Sverige¹⁰⁹. I England er det endog udtrykkeligt fremhævet, at status som ‘concert parties’ kan være baseret på “agreement or understanding” mellem de involverede.¹¹⁰ Der foreligger ikke i det modtagne materiale nærmere oplysninger om, hvorledes tilsynsmyndighederne sikrer overholdelsen i tilfælde, hvor der ikke foreligger en skriftlig aftale. Der må her forventes at foreligge bevismæssige vanskeligheder, med mindre bestemmelserne eksempelvis kombineres med formodningsregler eller anden regulering, der præciserer opgørelsen, se nærmere straks nedenfor.¹¹¹

¹⁰⁶ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 1-5 nr. 1 og 2.

¹⁰⁷ Jf. lov om handel med finansielle instrumenter (1991:980) 4 kap. stk. 1, nr. 5 og 6.

¹⁰⁸ Jf. CA 1985 sec. 203, stk. 1.

¹⁰⁹ I Sverige er skriftlighedskravet i loven, men genfindes ikke i NBK’s flagningsrekommendation.

¹¹⁰ Jf. SAR Rule 5. I den tilsvarende regel i City Code, Sec. C.1 tilføjes ”(whether formal or informal)”.

¹¹¹ Reglerne om samordnet praksis vil i mange tilfælde også omfatte de aftaler, der er truffet mellem et familie-konsortie, der er etableret for at bevare kontrollen over et børsnoteret selskab. I sådanne konsortier kan der opstå en række praktiske problemer med flagningspligten, idet udskiftninger i konsortiet, herunder ved død, og mindre overdragelser mellem konsortiets medlemmer kan udløse underretningspligt for konsortiets medlemmer. Se om denne problemstilling Uwe Schneider i Die Aktiengesellschaft 1997 s. 85. Se om den tilsvarende problemstilling i relation til reglerne om tilbudspligt, Erik Werlauff i UfR 2000 B. s. 601ff.

Spørgsmålet, om hvorvidt der foreligger en samordnet praksis, 'acting in concert' eller 'concert parties', har traditionelt tiltrukket sig meget betydelig interesse i England, hvor der i dag findes en meget omfattende regulering heraf.¹¹² Begrebet anvendes, dels i selskabslovens (Company Act) regler om storaktionærernes oplysningspligt, dels i SAR og City Code med særlig relation til reglerne om overtagelsestilbud.¹¹³ I de forskellige regelsæt er der ikke tale om ens definition, men for en nærmere forståelse af den engelske selskabslovs detaljerede regler i sec. 204 ff fremhæves normalt¹¹⁴ den generelle definition af 'concert parties' i City Code, sec. C.1: "Persons acting in concert comprise persons who, pursuant to an agreement or understanding (whether formal or informal) actively cooperate through the acquisition by any of them of shares in a company, to obtain or consolidate control...of that company". Herefter opregnes seks grupper af personer og selskaber i forhold til hvilke - der afhængig af de nærmere omstændigheder - kan blive tale om status af concert parties. Disse er: (i) a company and others in the group, (ii) a company and any of its directors, (iii) a company and any of its pensions funds, (iv) a fund manager and any of its discretionary managed clients, (v) a stockbroker or the financial adviser and persons under the same control, (vi) the directors of the target company.

Selvom der som nævnt ikke formelt er tale om de samme definitioner af begrebet 'concert parties' i den engelske selskabslov og i City Code og SAR, antages det dog i almindelighed, at der i praksis i langt de fleste tilfælde vil være sammenfald mellem bestemmelserne. Samtidig hermed fremhæves dog, at det i begge relationer består betydelige vanskeligheder for de relevante myndigheder og organer med hensyn til at bevise, at der er tale om 'concert parties'. Dette er ikke mindst tilfældet med hensyn til personer uden for Storbritannien.¹¹⁵

I Norge omfatter bestemmelsen om nærtstående og hermed besiddelsesbegrebet tillige "a party with whom the shareholder must be assumed to be acting in concert in the exercise of rights occurring to the owner of a financial instrument".¹¹⁶ Der er tilstrækkeligt, at børsen på det foreliggende grundlag må antage, at der foreligger en samordnet praksis, og den foreliggende praksis synes at vise, at børsen går ret vidt med hensyn til at fastslå samordnet praksis.

I Sverige foreligger der efter NBK's flagningsrekommendation ikke alene samordnet praksis, såfremt der er indgået en langsigtet aftale herom. Også i forbindelse med en konkret overdragelse af en aktiepost kan medtælling være nødvendig, eksempelvis såfremt overdragelsen er et led i en aftale mellem

¹¹² Se hertil følgende citat fra Paul L. Davies: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6. udg. 1997 s. 486: "The basic principle is easy enough to state, though its detailed implementation had led to some horrendously complex rules."

¹¹³ Endelig indeholder de engelske Listing Rules definitioner (betegnet "controlling shareholder" i sec. 3.13), som kan have betydning i relation til den nærmere fastlæggelse af "concert parties".

¹¹⁴ Jf. således eksempelvis Paul L. Davies: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6. udg. 1997 s. 488-489 og Vanessa Edwards: *EU Company Law*, 1999 s. 299.

¹¹⁵ Jf. Paul L. Davies: *Gower's Principles of Modern Company Law*, 6. udg. 1997 s. 491-92.

¹¹⁶ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1977/79) § 1-5 nr. 5.

parterne om, at en af parterne skal opnå en bestemt ejerandel.¹¹⁷ Det er tillige således, at det i den svenske rekommandation udtrykkeligt fremhæves, at selvom en konkret situation ikke falder ind under en bestemmelses ordlyd, forbeholder man sig ret til at tillægge omgåelseshensyn og hensynet til markedet vægt ved den nærmere anvendelse af reglerne.

Mens direktivets art. 7 primært vedrører de såkaldte stemmebindingsaftaler, hvor aktionærer forpligter sig til fælles stemmeafgivning, findes der i Belgien bestemmelser, som inddrager andre typer af aktionæroverenskomster under besiddelsesbegrebet. Generelt antages der at foreligge samordnet praksis, såfremt der foreligger en aftale med det formål eller resultat at sikre en koordineret optræden i forbindelse med besiddelse, køb eller salg af aktier. I tilknytning hertil opstilles en række - af parterne afkræftlige - formodningsregler. Der formodes eksempelvis at foreligge en samordnet praksis, såfremt parterne har indgået aftale om samtykke eller forkøbsret i forbindelse med parternes salg af aktier.¹¹⁸

Efter fransk ret foreligger der samordnet praksis, såfremt der er indgået en aftale "with the view to acquiring or transferring voting rights of a company or with a view to exercising voting rights to implement a common policy" med hensyn til ledelsen af selskabet.¹¹⁹ Samordnet praksis kan således være baseret enten på aftaler om erhvervelse og overdragelse af stemmeret, eller på aftaler om fælles stemmeafgivning. Efter den franske tilsynsmyndigheds praksis omfatter det første led tilfælde, hvor der foreligger aftale om fælles erhvervelse eller afhændelse af børsnoterede aktier, samt - afhængig af de konkrete omstændigheder - aftaler der indebærer forudgående konsultation eller godkendelse af køb og salg af aktier fra aftalens parter. Det andet led omfatter aktionæraftaler, hvorefter parterne forudgående skal diskutere og blive enige om fordeling af bestyrelsesposter og ledelsesfunktion, samt situationen med etablering af en fælles ledelse af selskabet.¹²⁰

Hertil kommer, at den franske selskabslov¹²¹ angiver en række tilfælde, hvorefter der formodes at foreligge samordnet praksis. Dette er eksempelvis tilfældet mellem selskabet og medlemmer af selskabets ledelsesorganer samt visse ledende medarbejdere (direktører). Selskabets besiddelser skal således sammenlægges med ledelsens personlige besiddelser, med mindre de er i stand til at afkræfte formodningen om samordnet praksis.

Mens der i den danske regulering ikke findes en nærmere fastlæggelse af, hvad der skal forstås ved samordnet praksis, er det således, at en ikke uvæsentlig del af de undersøgte lande har valgt nærmere at regulere dette spørgsmål. Dette er sket enten ved at anvende en meget bred og

¹¹⁷ Jf. flagningsrekommandationens pkt. II.2.d med tilknyttet kommentar. Der er herved tillige sket en sammenkædning med den svenske takeoverrekommandation.

¹¹⁸ Se nærmere det belgiske dekret om storaktionærbesiddelser (10.05.1989) art. 7.

¹¹⁹ Jf. den franske selskabslov (24.07.1966) art. 356-1-3.

¹²⁰ Jf. nærmere Thierry Schoen, *The French Stock Exchange*, 1995 s. 60 og s. 61-64 med en nærmere redegørelse for en række ledende franske sager på området.

¹²¹ Jf. art. 356-1-3.

generel formulering eller ved indførelse af meget detaljerede regler. Ikke mindst i England findes der en omfattende regulering, der er kædet sammen med reguleringen af overtagelsestilbud, men også i andre lande, herunder Sverige, Norge og Frankrig har betydeligt mere vidtgående regler end de danske.

5.5 Procedure og indhold

5.5.1 Den indberetningspligtige

I følge storaktionærdirektivets art. 1, stk. 1, påhviler indberetningspligten fysiske personer og offentlig- og privatretlige juridiske enheder, som direkte eller gennem anden person erhverver eller afhænder en andel, der udløser oplysningspligt. Herudover er det efter art. 6, stk.1, således, at hvis den indberetningspligtige deltager i en virksomhedskoncern, der skal udarbejde konsolideret regnskab efter det 7. selskabsdirektiv (83/349/EØF), skal den pågældende ikke foretage indberetning, hvis indberetningen gives af modervirksomheden eller, når den selv er dattervirksomhed af modervirksomhedens egen modervirksomhed.

I den helt overvejende del af de undersøgte lande er det således, at det er den reelle ejer/besidder af stemmeretten, der skal foretage indberetningen. Det er dog således, at mange lande i reglerne udtrykkeligt nævner, at dattervirksomheder ikke er forpligtet til at fremkomme med en meddelelse, såfremt modervirksomheden eller en anden virksomhed, der er placeret på et højere niveau i det koncernretlige hierarki, foretager indberetningen. Af mere specielle regler om den/de indberetningspligtige kan nævnes, at i Tyskland er alle deltagere i et konsortium pligtig til at foretage indberetning, mens det i Belgien kun er en af deltagerne. I England findes der desuden en bestemmelse, som udtrykkelig pålægger parterne i et kartel pligt til indbyrdes at give oplysninger om ændringer i besiddelsen.

Endelig skal det bemærkes, at i Grækenland er finansielle mellemhandlere pålagt pligt til at foretage indberetning af kunders storaktionærbesiddelser.¹²²

I modsætning til de fleste af de undersøgte lande findes der ikke i dansk ret en udtrykkelig bestemmelse om, at dattervirksomheder ikke skal foretage indberetning, hvis modervirksomheder eller anden højere placeret virksomhed i det koncernretlige hierarki foretager indberetning.

5.5.2 Konkret undtagelse fra indberetningspligten

I følge direktivet art. 11 kan den kompetente myndighed undtagelsesvis give dispensation fra oplysningskravet efter art. 10, såfremt man finder, "at udbredelse af sådanne oplysninger vil stride mod den offentlige interesse eller tilføje de pågældende selskaber betydelig skade, forudsat at undladelse af offentliggørelse i sidstnævnte tilfælde ikke kan medføre, at offentligheden vildledes med hensyn til kendsgerninger og forhold af betydning for vurderingen af de pågældende værdipapirer". Tilsvarende bestemmelser findes i de andre børsdirektiver, som vedrører udstedernes oplysningspligt.¹²³ Det skal bemærkes, at det kun er offentliggørelse over for offentligheden, jf. henvisningen til art. 10, og ikke indberetningspligten over for selskabet og den kompetente myndighed, jf. art. 4, stk. 1, der kan dispenseres fra. Storaktionærer har således altid pligt til at give sig til kende over for selskabet og den kompetente myndighed.

¹²² Jf. det græske dekret om storaktionærer (PD 51/1992) art. 5, stk. 6.

¹²³ Der er også mulighed for under visse betingelser at undtage finansielle virksomheder fra indberetningspligten, jf. art. 9. Der henvises i så henseende til det ovenfor under 5.1.3 anførte.

Selvom en række af de undersøgte lande har undtagelsesbestemmelser, som netop omtalt, foreligger der ikke i det indkomne materiale oplysninger om, i hvilket omfang og under hvilke betingelser der er givet dispensation.

Dispensationsmuligheden vedrørende offentliggørelse af storaktionærbesiddelser over for offentligheden begrundet i hensynet til den offentlige interesse eller skade for selskabet findes ikke i den danske storaktionærbekendtgørelse.

5.5.3 Tidsfrister mv.

Med hensyn til hvornår og til hvem indberetning skal ske, er der i direktivet to led.

I følge art. 4, stk. 1, 1. led skal den indberetningspligtige inden syv kalenderdage underrette selskabet og samtidig hermed den eller de kompetente myndigheder om besiddelsen. Fristen regnes fra det tidspunkt, hvor den pågældende får kendskab om erhvervelsen eller afhændelsen, eller fra det tidspunkt, hvor han i betragtning af omstændighederne burde have fået kendskab hertil, jf. art. 4, stk. 1, 2. led. Er der tale om en besiddelse opgjort efter art. 7, stk. 1, sidste pind (om medtælling af deponerede aktier, hvor depositaren/nomineen kan udøve stemmeretten efter forgodtbefindende) kan indberetningsfristen til selskabet dog i national lovgivning sættes til 21 kalenderdage inden selskabets generalforsamling, jf. art. 7, stk. 2.¹²⁴

Det selskab, som har modtaget underretning fra en storaktionær, skal snarest muligt og senest 9 kalenderdage efter modtagelsen af underretningen give meddelelse herom til offentligheden. Meddelelsen skal gives i hver medlemsstat, hvor selskabets aktier er optaget til notering. Medlemsstaterne kan bestemme, at meddelelsen til offentligheden ikke skal gives af selskabet, men af tilsynsmyndigheden eventuelt i samarbejde med selskabet. Art. 10, stk. 2 indeholder en bestemmelse om offentliggørelsesproceduren og stk. 3 om sprog. Disse bestemmelser svarer til det, der i øvrigt er gældende i børsdirektiverne.

En gennemgang af reglerne i de undersøgte lande viser, at nogle lande - herunder Østrig,¹²⁵ Tyskland¹²⁶ og Luxembourg,¹²⁷ har valgt at implementere direktivets bestemmelser, således at der er tale om en toledet indberetnings- og offentliggørelsesprocedure. Virkningen heraf er, at offentligheden først mere end to uger efter erhvervelsen får kendskab til ændringer i storaktionærbesiddelser. Kortere frister findes i Belgien (2 dage efter erhvervelsen),¹²⁸ England (2 dage efter erhvervelsen),¹²⁹ Frankrig

¹²⁴ Se nærmere ovenfor 5.4.1.

¹²⁵ Jf. den østrigske fondsbørslovs art. 91, stk. 1 og art. 93, stk. 1.

¹²⁶ Jf. den tyske værdipapirhandelslov (WpHG 09.09.1998) art. 21, stk. 1 og art. 25.

¹²⁷ Jf. lov om storaktionærer (04.12.1992) art. 9 og art. 10(1), hvor det anføres, at offentliggørelse skal ske så hurtigt som muligt og senest inden 9 dage.

¹²⁸ Jf. den belgiske lov om storaktionærer (02.03.1989) art. 4 (1).

¹²⁹ Jf. CA sec. 202, stk. 1.

(5 dage efter erhvervelse til tilsynsmyndigheden),¹³⁰ Italien (5 handelsdage efter erhvervelsen),¹³¹ samt i Grækenland (den følgende dag til selskabet og fondsbørsen, hvorefter fondsbørsen har yderligere 5 dage til at foretage offentliggørelse¹³²).

I en række lande er udgangspunktet derimod, at der stilles krav om, at indberetninger sker straks og med straks-offentliggørelse over for markedet. Dette er tilfældet i Holland,¹³³ og de nordiske lande.¹³⁴

Selvom direktivet giver mulighed for en toledet offentliggørelsesprocedure med offentliggørelse mere end to uger efter erhvervelsen, har de fleste lande valgt en kortere frist. Det danske krav om straksoffentliggørelse over for såvel selskabet som fondsbørsen og hermed markedet er i overensstemmelse med kravene i de øvrige nordiske lande.

5.5.4 Indhold

Direktivet indeholder ingen specifikke krav til indholdet af storaktionærmeddelelser.¹³⁵

En gennemgang af de indholdsmæssige krav til storaktionærmeddelelserne i de undersøgte lande viser, at der stilles ganske detaljerede krav.¹³⁶ Den reelle ejers identitet skal angives helt præcist, hvilket udelukker anvendelse af nominee. Antal, aktieklasser og erhvervestidspunkt skal angives, ligesom der i tilfælde skal angives til hvilken pris aktierne er erhvervet, og deres nominelle værdi: Fondskoder mv. skal eventuelt oplyses.

Grundlaget for opgørelsen, hvis der er tale om medtælling af andres besiddelser, skal oplyses, og en række lande stiller i den sammenhæng krav om, at det tillige angives, hvorledes den samlede besiddelse fordeler sig på de enkelte elementer i medtællingen. Er der tale om samordnet praksis, stilles der i visse lande tillige krav om angivelse af alle de deltagende parter identitet, også selvom enkelte parter i den samordnede praksis ikke er storaktionærer. Enkelte lande, herunder Belgien og England har udarbejdet

¹³⁰ Herudover kræver de franske regler, at der gives en særskilt meddelelse til selskaber inden 15 dage. Om denne bestemmelse er direktivkonform må anses for tvivlsomt.

¹³¹ Jf. Reg. 11971/1999 art. 121(1).

¹³² Jf. det græske dekret om storaktionærer (PD 51/1992) art. 10.

¹³³ Jf. den hollandske lov om storaktionærer (1996) art. 2, stk. 1.

¹³⁴ Se for Norges vedkommende værdipapirhandelsloven (19.06.1997/79) § 3-2, stk. 5, for Finland værdipapirmarkedsløven (26.05.1989/495) § 9, stk. 3 og § 10, stk. 1, og for Island fondsbørsloven (34/1998) § 26. I den svenske lov om handel med finansielle instrumenter (1991:980) anvendes direktivets frister, jf. 4 kap. 1 § og 4 kap. 4 §, men det følger af NBK's flagningsrekommendation pkt. II,1(4), at indberetning skal ske til fondsbørsen senest kl. 9.00 på dagen efter erhvervelsen.

¹³⁵ Kritisk heroverfor, se Vanessa Edwards: EC Company Law, 1999 s. 302.

¹³⁶ Det ligger uden for de omfangsmæssige rammer for nærværende undersøgelse at foretage en detaljeret gennemgang af de indholdsmæssige krav til meddelelserne i de enkelte lande, hvorfor det følgende alene angiver hovedtendenserne.

en række formularer, som skal anvendes i forbindelse indberetning af de forskellige former for storaktionærbesiddelser.

Specielt vedrørende Frankrig skal det bemærkes, at aktionærer, som besidder mere end 20 % af stemmerne er forpligtet til at redegøre for hensigten med erhvervelsen. Der skal gives oplysninger om, hvorvidt den pågældende inden for de næste 12 måneder har til hensigt at fortsætte med at opkøbe aktier i selskabet, at overtage kontrollen med selskabet, eller at anmode om sæde i selskabets bestyrelse efter særlige regler herom.¹³⁷

De danske regler om storaktionærmeddelelsers indhold i bekendtgørelsen § 2, stk. 2 og 3 kan generelt siges at være mindre detaljerede end hovedtendensen i de undersøgte lande.

5.6 Håndhævelse af flagningspligten

Transparensdirektivet foreskriver i art. 15 at alle medlemsstaterne skal fastsætte passende sanktioner for det tilfælde, at de underretningspligtige ikke overholder direktivets bestemmelser. Bortset fra nogle regler, der præciserer, hvordan medlemsstaterne skal sætte reglerne i kraft, overlades der dermed frit til medlemsstaterne at bestemme karakteren af disse sanktioner. I de undersøgte lande har man valgt forskellige løsninger, både med hensyn til de konsekvenser, der er knyttet til en overtrædelser af flagningspligten, og hvordan man i øvrigt ved regulering har sikret reglernes håndhævelse.

5.6.1 Sanktioner og konsekvenser af manglende overholdelse

En række lande har ligesom Danmark sanktioneret overtrædelser med bøde og evt. fængselsstraf. I det materiale, der er omfattet af undersøgelsen er der fundet hjemmel til sådanne sanktioner i England,¹³⁸

¹³⁷ Jf. art. 3 i regulativ no. 88-02.

¹³⁸ Jf. CA 1985 sec. 210, stk. 3 som både åbner mulighed for bøde og fængsel.

Holland,¹³⁹ Norge,¹⁴⁰ Sverige,¹⁴¹ Island,¹⁴² Italien,¹⁴³ Grækenland,¹⁴⁴ Belgien,¹⁴⁵ Tyskland¹⁴⁶ og Frankrig.¹⁴⁷ Materialet indeholder ikke oplysninger om praksis, herunder hvor ofte sanktionerne benyttes og straffens størrelse. Det er derfor ikke muligt at vurdere, om praksis lever op til direktivets krav om passende sanktioner.¹⁴⁸

En række lande har valgt at sanktionere en manglende overholdelse af flagningspligten med at fratage aktionæren stemmeretten på aktierne. I nogle lande har man valgt at fratage de aktier stemmeret, som ikke er meddelt, men burde have været det. Har en aktionær således glemt at flage ved overskridelse af 10 %-tærsklen, vil han ikke kunne udøve stemmeretten på mere end, hvad der svarer til 10 %. Denne regulering sanktionerer kun tilsidesættelser af flagningspligten, hvor denne skyldes, at besiddelserne overstiger en tærskel, men ikke en tilsidesættelse der skyldes, at besiddelserne falder under en tærskel. En sådan regulering findes i Frankrig, hvor stemmeretten automatisk suspenderes i 2 år.¹⁴⁹ I Belgien kan en aktionær, der har overskredet tærsklerne for flagning ikke udøve stemmeret på aktier, som denne besidder udover, hvad han har givet underretning om til selskabet senest 45 dage før generalforsamlingens afholdelse.¹⁵⁰

Andre lande har valgt at annullere stemmeretten på alle aktierne hos den aktionær, der tilsidesætter en flagningspligt, dvs. også den der undlader at flage, hvis besiddelserne falder under en at de fastsætte

¹³⁹ Jf. den hollandske storaktionærlov (1996) art. 13b, der giver hjemmel til bøde.

¹⁴⁰ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 14-3.

¹⁴¹ Jf. den svenske lov om handel med finansiella instrument (1991:980) 6 kap. 3 § stk. 2.

¹⁴² Ifølge den islandske fondsbørslov (34/1998) § 34 kan der pålægges udstederne bøde ved overtrædelse af oplysningspligten, herunder pligten til at viderebringe storaktionæroplysninger. Umiddelbart ses der dog ikke at være hjemmel til at straffe storaktionæren selv.

¹⁴³ Efter Decree 58 af 24.02.1998, art. 174 straffes det med bøde (mellem 10 mio. og 100 mio. lire) eller fængsel (mellem 6 måneder og tre år), hvis en person giver en falsk meddelelse om sine aktiebesiddelser.

¹⁴⁴ Jf. PD 51/1992, art. 14 stk. 1 (mellem 1 mio. og 300 mio. Dr.).

¹⁴⁵ Jf. den belgiske storaktionærlov (02.03.1989).

¹⁴⁶ Jf. WpHG 09.09.1998 § 39. Ved mere alvorlige forseelser kan andre strafbestemmelser komme i betragtning, jf. Kay-Michael Schanz, Börseneinführung, 2000 s. 533.

¹⁴⁷ Jf. Thierry Schoen: The French Stock Exchange, 1995 s. 50 (bøde op til 120.000 FF).

¹⁴⁸ Helena Tjäder er kritisk overfor om de svenske regler er tilstrækkelige, jf. Börsrättens flaggningsregler i ett internationellt perspektiv, 1997 s. 77.

¹⁴⁹ Jf. den franske selskabslov (24.06.1966) art. 356-4. Hvis selskabet i sine vedtægter har indsat en flagningstærskel, der er lavere end 5 %, kan det i vedtægterne bestemmes, at stemmeretten hos den der forsømmer flagningspligten kun fratages, hvis det kræves af en af de aktionærer, der har besiddelse, der overstiger den tærskel, som vedtægterne fastsætter, jf. nærmer Thierry Schoen: The French Stock Exchange, 1995 s. 50.

¹⁵⁰ Jf. den belgiske storaktionærlov (02.03.1989) art. 6.

tærskler. Dette er tilfældet i Tyskland, Luxembourg og Italien.¹⁵¹ I relation til besiddelsesbegrebet rejser sig spørgsmålet om stemmeretten på aktier også suspenderes på de aktiebesiddelser, som besiddes af tredjemand, men som henføres til aktionæren, jf. hertil ovenfor 5.4. Dette spørgsmål er i Tyskland løst ved, at man annullerer stemmeretten på aktier, som besiddes af en anden person på aktionærens regning samt aktier, som indehaves af et selskab kontrolleret af aktionæren. Aktier, som indehaves af andre tredjemænd, får ikke suspenderet stemmeretten, selvom de henføres i overensstemmelse med besiddelsesbegrebet.

Hvis en aktionær har udøvet stemmeretten på trods af, at denne er suspenderet, findes der i en række lande hjemmel til at annullere den generalforsamlingsbeslutning, som er blevet til på baggrund af den uberettigede stemmeafgivelse. En sådan hjemmel findes i Belgien, Luxembourg og Italien.¹⁵² Hovedtendensen i denne regulering er, at annullationsspørgsmålet skal forelægges for domstolene, og at annullation forudsætter, at man enten ikke havde nået det fornødne quorum eller opnået den nødvendige majoritet uden de stemmer, som er afgivet uberettiget.

Andre lande åbner mulighed for, at myndighederne eller domstolene kan iværksætte sanktioner af forskellig art. Efter fransk ret kan domstolene tilsidesætte stemmeretten på alle eller dele af en storaktionærs besiddelser i op til 5 år.¹⁵³ I Grækenland kan Capital Market Committee suspendere stemmeretten i op til tre år. Samme Committee kan forbyde en storaktionær, der forsømmer sin flagningspligt i selv at sidde i selskabets bestyrelse eller direktion, ligesom de kan forbyde, at han udpeger nogen til at bestride disse poster.¹⁵⁴ I Holland kan selskabet selv samt andre aktionærer anlægge et civil søgsmål mod den forsømmende storaktionær, hvor de kan nedlægge påstand om, 1) at det pålægges denne at opfylde sin flagningspligt, 2) at stemmeretten for dennes aktier suspenderes i en periode op til 3 år, 3) at en generalforsamlingsbeslutning suspenderes eller annulleres samt 4) at det forbydes den pågældende at erhverve yderligere aktier i selskabet i en periode på op til 5 år.¹⁵⁵ I England har Secretary of State også en række sanktionsmuligheder, herunder at aktierne ikke kan overføres, at de fratages stemmeret, fratages fortegningsret eller fratages ret til dividende.¹⁵⁶

¹⁵¹ Jf. hhv. WpHG 09.09.1998 § 28, storaktionærloven (04.12.1992) art. 13 samt dekret 58 af 24.02.1998 art. 120, stk. 5.

¹⁵² Jf. hhv. storaktionærlov (02.03.1989) art. 9, storaktionærlov (04.12.1992) art. 15 og dekret 58 af 24.02.1998 art. 14, stk. 5 jf. 120, stk. 5. Selvom det ikke er udtrykkeligt reguleret, kan det ikke udelukkes at også de andre lande, der suspendere stemmeretten, åbner mulighed for at annullere generalforsamlingsbeslutning. Således antages det i tysk ret, at der er mulighed herfor, jf. Schanz: Börseneinführung, 2000 s. 532.

¹⁵³ Jf. den franske selskabslov (24.06.1966) art. 356-4.

¹⁵⁴ Jf. PD 51/1992, art. 14, stk. 2 og 3.

¹⁵⁵ Jf. nærmere den hollandske storaktionærlov (1996).

¹⁵⁶ Jf. CA 1985 sec. 454. Sanktionerne for overtrædelse af et sådan påbud og mulighederne for at få det prøvet af domstolene er reguleret af de efterfølgende bestemmelser i sec. 455-457.

I Tyskland har man for nylig skærpet sanktionerne sådan, at en overtrædelse af flagningspligten som udgangspunkt medfører, at aktionærens ret til dividende suspenderes for hele aktiebesiddelsen.¹⁵⁷ Der er dog gjort en undtagelse for de tilfælde, hvor det ikke var forsætligt, at pligten blev forsømt, og bevisbyrden derfor påhviler den flagningspligtige.¹⁵⁸

Slutteligt skal det nævnes, at man i Belgien og Luxembourg har bestemt, at hvis der flages om storaktionærbesiddelser i en periode af 15 dage, inden der skal afholdes en generalforsamling, har selskabets ledelse mulighed for at udsætte generalforsamlingen i hhv. 3 og 4 uger.¹⁵⁹ Baggrunden for denne regulering skal formentlig søges i det faktum, at lovgivere ønsker at forhindre, at man kan gennemføre et 'kup' ved at opkøbe aktier kort tid før en generalforsamling. Dette er dog svært at forene med det forhold, at man i Belgien samtidig har bestemt, at man ikke kan udøve stemmeret på storaktionærbesiddelser, der ikke er meddelt senest 45 dage for generalforsamlingens afholdelse.

Når man i dansk ret i overensstemmelse med værdipapirhandelslovens § 93 sanktionerer overtrædelser af flagningspligten med bøde ligger man som udgangspunkt på linie med de fleste af de undersøgte lande. Mange lande går dog videre og knytter også andre konsekvenser til en overtrædelse, særligt derved at stemmeretten suspenderes og ved at åbne op for en annullering af generalforsamlingsbeslutninger.

5.6.2 Særlige håndhævelsesprocedurer

De oplysninger, der er modtaget fra de undersøgte lande, omfatter ikke nærmere data om, hvordan håndhævelsen sker i praksis, og særligt mangler der data på, hvor ofte det forekommer, at der påtales overtrædelser af flagningspligten. Det må formodes, at håndhævelsen i de fleste tilfælde sker af børserne selv, eventuelt tilsynsmyndighederne og eventuelt i samarbejde med politiet. I nogle lande er der dog en udvidet regulering af, hvordan håndhævelsen skal ske.

I flere lande er det præciseret, at myndighederne kan foretage efterforskning til kontrol af, om flagningspligten er overtrådt, og de kan i denne forbindelse berigtige meddelelser, som man konstaterer, er forkerte. I denne forbindelse pålægges det de personer, som bliver undersøgt, at give de nødvendige oplysninger.¹⁶⁰

I England har man åbnet mulighed for, at selskabet selv foretager en efterforskning af, om flagningspligten er overholdt. En sådan efterforskning er meget detaljeret reguleret CA 1985 sec. 212-216. Selskabet kan iværksætte efterforskningen på egen hånd, og selskabet skal iværksætte den efter anmodning fra aktionærer, der råder over 10 % af de stemmeberettigede aktier. Selskabet kan kræve,

¹⁵⁷ Dermed kom bestemmelserne til at harmonere bedre med storaktionærreglerne i AktG § 20, jf. nærmere nedenfor 7.2. Foren detaljeret gennemgang af de tyske sanktionsregler, se Uwe Hüffer i FS Karl-Heinz Boujong, 1996 s. 277 ff.

¹⁵⁸ Jf. hertil WpHG 09.09.1998 § 28.

¹⁵⁹ Jf. hhv. storaktionærloven (02.03.1989) art. 7 og storaktionærloven (04.12.1992) art. 14.

¹⁶⁰ Jf. eksempelvis reguleringen i Holland (storaktionærloven 1996 art. 8), England (CA 1985 sec. 442), Sverige (lov om handel med finansielle instrumenter (1991:980) 6 kap. § 3) og Belgien (storaktionærloven (02.03.1989) art. 10).

at en person giver oplysninger om sine aktiebesiddelser i selskabet inden for de sidste tre år, og de har herved mulighed for at anmode domstolene om at iværksætte sanktioner over for den person, der ikke giver de krævede oplysninger. I praksis anvendes denne fremgangsmåde ofte til at kontrollere mulige storaktionærer, herunder også for at gennemskue hvem der gemmer sig bag udenlandske banker, der lader sig registrere som nominee.¹⁶¹

Som det fremgår af gennemgangen i forrige afsnit, har man i nogle lande åbnet mulighed for, at domstolene kan iværksætte sanktioner på begæring af selskabet selv eller andre af selskabets aktionærer. Dette åbner også mulighed for en alternativ håndhævelse til supplement af myndighedernes håndhævelse.

I Danmark har man ikke særlige regler, der regulerer håndhævelsen af flagningspligten, og i praksis synes pligten sjældent at blive påtalt. I nogle lande har man valgt at regulere myndighedernes håndhævelse, samt gøre det muligt for selskabet selv eller dets aktionærer at håndhæve pligten.

6. Flagningsregler vedrørende egne aktier

6.1 Generelt

Det 2. selskabsdirektiv om kapital (77/91/EØF) indeholder en række regler for, i hvilket omfang, og under hvilke betingelser aktieselskaber kan handle med egne aktier. Udgangspunktet i disse selskabsretlige regler er, at selskabet maksimalt må besidde egne aktier svarende til 10 % af selskabets kapital, og at ledelsens handel med egne aktier forudsætter bemyndigelse fra generalforsamlingen. Herudover indeholder det 4. selskabsdirektiv om årsregnskaber (78/660/EØF) og det 7. selskabsdirektiv om koncernregnskaber (83/349/EØF) en række bestemmelser, som vedrører egne aktier.

I de børsretlige direktiver er der derimod ingen særlige bestemmelser om egne aktier, herunder krav om offentliggørelse af selskabets handel med egne aktier. Under særlige omstændigheder må det dog antages, at handel med egne aktier i sig selv vil være et så væsentligt og kursrelevant forhold, at det kræver offentliggørelse efter den generelle regel om selskabernes pligt til at offentliggøre væsentlige kursrelevante forhold, jf. betingelsesdirektivets skema C, pkt. 5). Handelens størrelse, tidspunktet herfor, samt de nærmere omstændigheder hvorunder handlen foregår vil indgå i afvejningen af, om der påhviler oplysningspligt.

Den danske regel i Vphl § 28 om selskabernes pligt til straks at offentliggøre visse handler med egne aktier blev gennemført i 1991 som led i den dagældende reform af insiderlovgivningen. Efter bestemmelsen skal børsnoterede selskaber fremkomme med en fondsbørsmeddelelse, når de erhverver mere end 2 % af selskabets egne aktier (opgjort på koncernniveau), og der skal ligeledes gives meddelelse, såfremt der efterfølgende sker en ændring på mindst 2 % i forhold til den tidligere

¹⁶¹ Jf. nærmere Paul Davies: Gower's Principles of Modern Company Law 1997 s. 492 f.

offentliggjorte besiddelse. Baggrunden for bestemmelsen har været, at markedet i hvert fald i et vist omfang skal have mulighed for at få kendskab til selskabernes handel med egne aktier.¹⁶²

Der findes i de undersøgte lande kun i begrænset omfang særlige regler om de børsnoterede selskabers pligt til at offentliggøre handel med egne aktier. I en række lande herunder ikke mindst Sverige har reglerne ikke, som de danske primært sammenhæng med reglerne om insiderhandel. Som omtalt neden for under 6.2 er der i de senere år såvel selskabsretligt som børsretligt blevet gennemført regulering af selskabernes muligheder for at gennemføre såkaldte 'buy-back-programmer' med en systematisk køb af egne aktier. Disse regler indebærer blandt andet en særlig pligt til at offentliggøre oplysninger om besiddelser og handel med egne aktier.

Selvom der ikke i et land findes regler om oplysningspligt vedrørende egne aktier, kan en vis forpligtelse dog følge af reglerne om storaktionærenes oplysningspligt. I det omfang de enkelte lande anvender en tærskel, der er mindre end 10 % vil de børsnoterede selskaber i forbindelse med handel med egne aktier være forpligtet til at offentliggøre besiddelsen af egne aktier, hvis denne overskrider en tærskel for offentliggørelse af storaktionærbesiddelse. I Tyskland er dette explicit fremhævet i reglerne om offentliggørelse af storaktionærbesiddelser.¹⁶³

6.2 De undersøgte lande

En sammenkædning mellem insiderhandel og offentliggørelse af handel med egne aktier findes i Island og Norge.

I medfør af § 13 i den islandske fondsbørs' Forpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapir skal børsnoterede selskaber i forbindelse med handel med egne aktier straks fremkomme med en meddelelse herom. Der skal ikke alene gives oplysninger i forbindelse med selve handlens gennemførelse. Såfremt selskabet har planer om at foretage en mere systematisk handel med egne aktier, skal dette forudgående oplyses.¹⁶⁴ I kommentaren til bestemmelsen er der en klar fremhævelse af sammenhængen mellem reglerne om insiderhandel. Det anføres således: "It is thus normal to regard firm as insider traders and for the Exchange to be notified of trading by them with their own shares, just as trading by individual regarded as inside trader must be announced. Information on plans by the firms to trade in its own shares is of interest to the market, and obligation exists for its advance notification."

I sammenhæng med bestemmelsen om at et selskabs ledelsesmedlemmer og visse ledende medarbejdere efter norsk ret skal offentliggøre ethvert køb, salg eller tegning af aktier i det pågældende børsnoterede selskab findes en generel regel, hvorefter et selskab skal offentliggøre enhver handel med

¹⁶² Se nærmere betænkning nr. 1219/1991 Insider-handel s. 47ff.

¹⁶³ Jf. den tyske værdipapirhandelslov (WpHG 09.09.1998) § 25, stk. 1, 3. pkt.

¹⁶⁴ Som eksempler på tilfælde hvor der skal foretages forudgående offentliggørelse af planer om handel med egne aktier nævnes i kommentaren til bestemmelsen: "1: a decision to reduce the outstanding share capital: 2 purchases due to a proposed merger: 3: purchases to satisfy agreement with employees or others on shares by option" 4: raising capital through of the sale of its own (previously issued) shares, 5: agreements on market making with assets owned by the issuer".

egne aktier.¹⁶⁵ Man har herved med baggrund i den særlige risiko for insiderhandel foretaget en sidestilling mellem ledelsens og selskabets oplysningspligt vedrørende handel med selskabets aktier. Offentliggørelse skal ske senest ved begyndelse af den følgende handelsdag.

I Finland gælder der et ubetinget krav om offentliggørelse af enhver handel med egne aktier, som et børsnoteret selskab foretager.¹⁶⁶ Selskabet skal hurtigst muligt og senest ved begyndelsen af den følgende dag offentliggøre handler med egne aktier. Meddelelsen, som fremsendes til fondsbørsen med efterfølgende offentliggørelse over for markedet, skal indeholde oplysninger om antallet af egne aktier, prisen, samt hvilken aktieklasser de købte aktier eventuelt måtte tilhøre.

Senest har Sverige ved en lovændring i 2000 indført regler om oplysningspligt vedrørende egne aktier.¹⁶⁷ Efter nærmere regler udarbejdet af den svenske finansinspektion¹⁶⁸ skal et svensk børsnoteret selskab i forbindelse med handel med egne aktier fremkomme med en meddelelse til den pågældende fondsbørs eller autoriserede markedsplads. Herudover har NBK ligeledes i 2000 udstedt en rekommendation vedrørende egne aktier.¹⁶⁹ Rekommendationen indeholder en række regler af forskellig art, og har primært systematisk køb/tilbagekøb af egne aktier for øje.¹⁷⁰ Af særlig relevans i nærværende sammenhæng, hvor der er tale om flagningsregler, er, dels at de børsnoterede selskaber har pligt til at offentliggøre beslutninger om at ville handle med egne aktier. Offentliggørelse skal ske umiddelbart efter, at ledelsen har truffet beslutningen, og meddelelsen skal indeholde en række nærmere præciserede oplysninger, herunder oplysninger om forventet omfang og formålet med handelen.¹⁷¹ Derudover skal selskabet, som det også fremgår af loven, i forbindelse med de enkelte handler fremkomme med en meddelelse herom. Meddelelsen skal offentliggøres senest ved fondsbørsens åbning dagen efter handlens gennemførelse, og blandt andet indeholde oplysninger antal købte aktier og (laveste og højeste) pris.¹⁷² Udover disse flagningsregler er der indført særlige handelsregler vedrørende egne aktier. I medfør heraf pålægges de børsnoterede selskaber en videregående pligt til at indberette handler med egne aktier til fondsbørsen. Indberetningen tjener markedsovervågningsformål, hvorfor de særligt

¹⁶⁵ Jf. den norske værdipapirhandelslov (19.06.1997/79) § 3-1, stk. 1. For en generel redegørelse for den selskabs- og børsretlige regulering af egne aktier i norsk ret, se Tore Bråthen i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 147ff.

¹⁶⁶ Jf. den finske værdipapirmarkedslov (26.05.1989/495) § 10 a.

¹⁶⁷ Jf. lov om handel med finansielle instrumenter (1991:980) 4 kap. 6 §, som affattet ved lov 2000:70. Bestemmelserne skal ses i sammenhæng med en ændring i den svenske aktieselskabslov vedrørende mulighederne for og begrænsningerne i at handle med egne aktier (lov 2000:66 med ikrafttræden 1. marts 2000). Se nærmere herom, Rolf Skog i Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 190ff.

¹⁶⁸ Jf. FFFS 2000:1 af 24. februar 2000.

¹⁶⁹ Jf. rekommendation om Köp och försäljning av egna aktier (2000).

¹⁷⁰ I Tyskland er en række af de problemstillinger, som buy-back programmer giver anledning til omtalt i en skrivelse af 28. juni 1999 "Erwerb eigener Aktien nach § 71 Abs. satz 1, No. 8 Akt 6" fra Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel.

¹⁷¹ Se nærmere rekommendationen om egne aktier pkt. I, 2-4.

¹⁷² Se nærmere rekommendationen om egne aktier pkt. I, 11.

indberettede oplysninger ikke offentliggøres.¹⁷³ Endelig opstilles der særlige krav til køb af egne aktier, når dette sker ved, at selskabet fremsætter et offentligt tilbud om at købe egne aktier.¹⁷⁴ Reglerne svarer i det væsentlige til dem, der gælder for andre offentlige tilbud, herunder med krav om offentliggørelse af et prospekt.¹⁷⁵

Flagningsregler vedrørende egne aktier findes primært i de nordiske lande. Disse regler er mere vidtgående end de danske, blandt andet der ved at enhver handel skal offentliggøres, ligesom planer herom skal oplyses. Desuden afspejler de danske regler ikke de særlige problemstillinger, som systematisk køb/tilbagekøb af egne aktier (buy-back programmer) giver anledning til.

7. Regler om åbenhed i aktieselskabslovgivningen

Der er kun i begrænset omfang sket en harmonisering af reglerne om åbenhed om aktionærforhold i aktieselskaber. En vis harmonisering er sket i 2. selskabsdirektiv om kapital (77/91/EØF), der bl.a. foreskriver, at stiftelsesdokumentet skal indeholde oplysninger om, hvem der er stiftere af selskabet. Derimod er der ikke noget krav om, at det skal oplyses, hvem der tegner aktierne, idet man alene skal oplyse den pålydende værdi af de tegnede aktier. Hvis tegningen sker mod andre værdier end kontanter (apportindskud), skal indskyderens navn dog oplyses.

Det er også et krav, at der oplyses, om selskabets aktier skal lyde på navn eller på ihænde-haver.¹⁷⁶ De vedtagne direktiver indeholder dog ikke nærmere regler om, hvad der er konsekvensen af, om aktier er ihænde-haver- eller navneaktier, og der er ingen regler om aktiebøger.

Mens transparensdirektivet sikrer ens regler om flagning af større aktiebesiddelser i større børsnoterede selskaber, findes der ikke tilsvarende regler for ikke-noterede selskaber. I det omfang en medlemsstat tillader, at en person eller selskab kan eje samtlige aktier, følger der af det 12. selskabsdirektiv (89/667/EØF) en pligt til at offentliggøre dette forhold. Der har været fremsat forslag om at indføre en underretningspligt for større aktiebesiddelser i ikke-noterede selskaber, men planerne om en sådan harmonisering er indtil videre opgivet.¹⁷⁷

7.1 Aktiebøger

¹⁷³ Se nærmere rekommendationen om egne aktier pkt.I. 5-10.

¹⁷⁴ Se nærmere rekommendationen om egne aktier pkt.II, 1-10.

¹⁷⁵ Se nærmere rekommendationen om egne aktier pkt. III.

¹⁷⁶ Jf. det 2. selskabsdirektiv art. 3, litra f.

¹⁷⁷ Det forslag til 9. selskabsdirektiv om materiel koncernret som uofficielt blev fremlagt af Kommissionen i 1984 indeholdt regler hvorefter en aktionær skulle give underretning, når han erhvervede 10 % af den tegnede kapital samt ved enhver efterfølgende erhvervelse af yderligere 5 %. Forslaget er aldrig blevet officielt fremsat og forhandlingerne omkring det er indtil videre opgivet.

Mens det er normalt, at man stiller krav om, at et selskab fører en aktiebog, vil indholdet af disse være afhængig af, hvilken type værdipapirer et selskab har udstedt. Der sondres mellem ihændeaveraktier samt aktier, som er på navn.

Ihændeaveraktier er særligt udbredte i kontinentaleuropæiske lande. Det ligger i deres natur, at aktionærstatus er knyttet til aktiernes ihændeavelse, og derfor er der ikke krav om, at indehaveren registrerer sit navn i selskabets aktiebog. I flere lande er det muligt for selskaberne at stille krav om, at der kun kan udøves stemmerettigheder, hvis selskabets aktier er deponeret hos selskabet selv eller hos anerkendte kreditinstitutioner. Dette er en udbredt praksis i Tyskland, Belgien og Østrig.¹⁷⁸ Dette giver dog ikke nødvendigvis selskabets ledelse eller øvrige aktionærer en viden om aktionærernes identitet, medmindre deponeringen sker hos selskabet selv. I Frankrig findes der en fortegnelse over indehaverne af ihændeaveraktierne, som føres af en autoriseret institution, men denne fortegnelse er ikke tilgængelig for selskabet. Man har dog udviklet en form for ihændeaveraktier, hvor selskabet kan få oplyst identiteten på sine aktionærer.¹⁷⁹

Alle lande tillader navneaktier og nogle lande, herunder Island, Finland, Norge og Sverige kender kun denne form for aktier. For navneaktier stilles der typisk krav om, at indehaverens navn og adresse skal registreres. Det er forskelligt, om nominee-registreringer accepteres. I nogle lande er det som udgangspunkt ulovligt, såsom Frankrig¹⁸⁰ og Norge (dog med undtagelse af udenlandske aktionærer).¹⁸¹ I England er det udtrykkeligt tilladt at angive en nominee, og det er endog forbudt selskabet at lade det fremgå af aktiebogen, at der er tale om en nominee-registrering.¹⁸²

I de fleste lande er registrering i aktiebogen en betingelse for at kunne udnytte stemmeretten på navneaktier.¹⁸³ I nogle lande har man i denne forbindelse skærpet kravene, således at nominee-registrering ikke kan bruges til at udøve stemmeretten. Dette er tilfældet i Norge og Finland, som dog tillader nominee-registrering for udenlandske aktionærer, men samtidig bestemmer at en sådan nominee ikke kan udøve stemmeretten.

¹⁷⁸ Jf. hertil T. Baums & E. Wymeersch: *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, 1999, hhv. s. 116, s. 23 og s. 3, med videre henvisninger.

¹⁷⁹ Om fransk ret, se nærmere Yves Guyon i T. Baums & E. Wymeersch: *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, 1999 s. 99.

¹⁸⁰ Selvom nominee-registrering som udgangspunkt ikke er tilladt i Frankrig, er det ikke usædvanligt at især udenlandske aktionærer anvender sådanne. Det har derfor været overvejet at legaliserer nominee-ordningen, jf. Yves Guyon i T. Baums & E. Wymeersch: *Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States*, 1999 s. 107.

¹⁸¹ Jf. vedrørende Norge, lov nr. 45 af 13.06.1997 § 4-10. Det samme gælder i Finland, hvis der er tale om dematerialiserede aktier, jf. hertil nedenfor 8. Det antages også i Island, at kravet om navneregistrering indebærer, at der ikke kan registreres en nominee. Det har dog været anført, at dette gør det besværligt at handle aktier i børsnoterede islandske selskaber, og derfor er der varslet et forslag, der skal tillade nominee-registrering, jf. hertil.

¹⁸² Jf. CA 1985 sec. 360.

¹⁸³ Derimod er retten til dividende samt fortegningsretten ikke nødvendigvis knyttet til registreringen i aktiebogen, jf. eksempelvis for Island, lov nr. 2/1995, art. 31 og for tysk ret *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrecht*, 1999 s. 104.

Flere lande tillader nok nominee-registreringer, men stiller principielt krav om at fuldmagtsreglerne overholdes, hvis en nominee skal udøve stemmerettighederne på generalforsamlingen. Det er dog ikke altid, at dette håndhæves i praksis og i mange tilfælde findes der ikke effektive sanktioner.¹⁸⁴ I Belgien er det dog forbundet med bødestraf at forsøge at udøve stemmeret uden at være den egentlige ejer af en aktie. Alle deltagere skal på generalforsamlingen oplyse deres identitet og disse oplysninger gengives i referatet fra generalforsamlingen. I 1991 indførte man i Belgien mulighed for at deltage anonymt på generalforsamlinger, forudsat at man ejede mindre en 0,5 % af selskabets kapital. Denne lov havde til hensigt at få flere aktionærer til at møde på generalforsamlingen, men blev ophævet i 1995 da den var uden effekt.¹⁸⁵

Der er i de undersøgte lande forskellige regler for, hvem der har adgang til oplysningerne i selskabets aktiebog. Mange lande tager udgangspunkt i, at oplysningerne er tilgængelige for alle, dog evt. mod betaling af et gebyr. Dette er tilfældet i Norge¹⁸⁶, Sverige¹⁸⁷, Finland¹⁸⁸ og England.¹⁸⁹ Andre lande har bestemt, at aktiebogen er åben for aktionærerne, hvilket er tilfældet i Island¹⁹⁰ og Tyskland.¹⁹¹

Selvom det i mange lande er et krav eller dog kutyme, at protokollen for generalforsamlingen indeholder en liste over deltagerne,¹⁹² vil disse lister ikke altid vise navnene på aktionærerne, idet nogle kan være repræsenteret ved nominee eller ved befuldmægtigede.

Når man i dansk ret ikke på nogen måde begrænse brugen af nominee-registrering, er dette i modsætning til reguleringen i de øvrige nordiske lande, hvor man ofte har begrænset brugen. Når man i dansk ret ikke åbner aktiebogen for nogen udenfor selskabet, står dette i klar kontrast til,

¹⁸⁴ Jf. således om Sverige Helena Tjäder: Børsrättens flaggningsregler i ett internationallt perspektiv, 1997 s. 61.

¹⁸⁵ Om belgisk ret, se Eddy Wymeersch i T. Baums & E. Wymeersch: Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999 s. 40 og 48.

¹⁸⁶ Jf. Lov nr. 45 af 13.06.1997 § 4-5.

¹⁸⁷ Jf. Lov 1975:1385, 4 kap. 13 §.

¹⁸⁸ Jf. Lov 29.09.1978/734, § 3:13.

¹⁸⁹ Jf. CA 1985, sec. 356.

¹⁹⁰ Jf. lov 2/1995, art. 30, stk. 6.

¹⁹¹ Jf. den tyske aktieselskabslov (AktG) § 67, stk. 5. Der er fremsat et lovforslag som vil ændre reglerne om navneaktier i Tyskland, jf. forslag af 8/9-2000 om Gesetzes zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung (Namensaktiengesetz - NaStraG). Baggrunden for forslaget er at flere og flere tyske selskaber, herunder børsnoterede selskaber går over til at anvende navneaktier. Forslaget vil bl.a. indskrænke adgangen for aktionærer til oplysningerne i aktiebogen, idet den enkelte aktionær herefter kun har indsigt i de oplysninger der er registreret om ham selv. For børsnoterede aktier mener man den nødvendige transparens er sikre gennem værdipapirhandelslovens regler (WpHG), dvs. flaggningsreglerne gennemgået i 5. For ikke-noterede selskaber vil man i højere grad overlade det til aktionærerne at regulere forholdet om indsigt i aktiebogen i vedtægterne.

¹⁹² I tysk ret og østrigsk ret skal der opstilles en deltagerliste, jf. nærmere hhv. AktG § 129 og § 110.

at man i de undersøgte lande har åbnet aktiebogen enten for alle eller dog for alle aktionærer i selskabet.

7.2 Regler om oplysning af større aktiebesiddelser

Af de undersøgte lande er det alene England og Tyskland der har påbyder underretning af større aktiebesiddelser. De engelske regler er de samme - vidtgående - regler som er gældende for børsnoterede selskaber, og der henvises herved til gennemgangen i 5.¹⁹³

I tysk ret er der pligt til at give skriftlig underretning om visse større erhvervelser i ikke-noterede selskaber med hovedsæde i Tyskland.¹⁹⁴ Underretningspligten indtræder, såfremt man erhverver mere end 25 % af kapitalen, samt når man erhverver mere end 50 % af et selskabs kapital eller et selskabs stemmerettigheder. Endelig er der pligt til at give meddelelse, såfremt ens besiddelser falder under de nævnte tærskler. Bestemmelserne indeholder en definition af besiddelsesbegrebet, ligesom de regulerer andre aspekter af pligten. Denne underretningspligt er i vidt omfang knyttet til den tyske regulering af koncerner, herunder krydsejerskab.¹⁹⁵

Den danske bestemmelse i aktieselskabslovens § 55, hvorefter bestyrelsen i et moderselskab skal underrette ledelsen i et datterselskab om at et koncernforhold er etableret, stammer fra den fællesnordiske selskabslovgivning som blev til i slutningen af 60'erne, og tilsvarende bestemmelser findes stadig i nogle af de øvrige nordiske lande.¹⁹⁶

Når man i dansk ret kræver underretning om større aktiebesiddelser over 5 % i alle aktieselskaber, har man på dette område nogle af de mest vidtgående regler om åbenhed.

7.3 Registrering af aktier ejet af bestemte grupper

I medfør af den danske aktieselskabslovs § 53, stk. 1, skal medlemmerne af bestyrelsen og direktionen ved deres indtræden i ledelsen give meddelelse om deres aktiebesiddelser i det pågældende selskab, og hermed koncernforbundne selskaber. Der skal ligeledes gives meddelelse ved senere erhvervelser eller afhændelser af aktier i selskaberne. Disse meddelelser indføres i en særlig protokol, betegnet købs- og salgsbog.

¹⁹³ Reglerne findes i CA 1985 sec. 198- 213.

¹⁹⁴ Jf. hertil nærmere AktG § 20.

¹⁹⁵ Der findes i den tyske aktieselskabslov (AktG) § 328 en særlig regulering af krydsejerskab som indebærer, at det selskab, der først giver meddelelse om at have opnået 25 % af aktierne, kan udøve rettigheder på alle sine aktier, mens det andet selskab der undgår i krydsejet får begrænset sine rettigheder.

¹⁹⁶ Jf. den finske selskabslov (29.9.1978/734), 8 kap. 7 §, den islandske aktieselskabslov (2/1995) § 69, stk. 1. En tilsvarende bestemmelse fandtes i den svenske selskabslov (1975:1385), 8 kap. 7 §, men denne blev ophævet i 1998.

Blandt de undersøgte lande findes der tilsvarende regler i nogle af de øvrige nordiske lande samt i England.¹⁹⁷ Det falder udenfor rammerne for nærværende udredning at redegøre for de nærmere detaljer i reguleringen. Dog kan det generelt påpeges, at mens reguleringen i de nordiske lande er forholdsvis kortfattet, er den engelske regulering mere detaljeret og mere vidtrækkende. Eksempelvis skal der i engelsk ret også ske registrering af familiemedlemmers aktieerhvervelser (ægtefælle og børn), ligesom der skal ske registrering af aktieoptioner, hvilket har stor betydning i praksis.¹⁹⁸ Der er også vidtgående regler om offentliggørelse, idet udgangspunktet er, at registret er tilgængeligt for alle (for ikke-aktionærer, evt. alene mod betaling)¹⁹⁹, og for børsnoterede selskaber er der pligt til at offentliggøre handler via børsen.²⁰⁰

De danske regler om købs- og salgsbog for direktion og bestyrelse ligger på linie med reglerne i de øvrige nordiske lande, mens man i England har regler der i visse henseender er mere vidtgående. Mange lande har dog slet ikke regler herom.

¹⁹⁷ Regler herom findes i den norske aktieselskabslov § 4-12, den islandske aktieselskabslov (2/1995), § 67, stk. 1, den svenske selskabslov 8 kap. 37 § og i den engelske selskabslov CA 1985 sec. 323-329.

¹⁹⁸ I børsnoterede selskaber har dette givet anledning til så mange indberetninger at myndighederne har foreslået at der skulle gælde en de minimis-regel således at erhvervelser på under 10.000 £ eller 1 % af selskabets kapital ikke er omfattet af reglerne, jf. DTI's rapport Disclosure of Directors' Shareholdings: A Consultative Document, August 1996.

¹⁹⁹ Jf. Paul Davies: Gower's Principles of Modern Company Law, 6. udg. 1997 s. 509 f.

²⁰⁰ Jf. CA 1985 sec. 329.

8. Åbenhed i værdipapircentraler

Gennem de seneste årtier har en lang række lande gennemført regler, som giver mulighed for (pligt til) at udstede og omsætte aktier og andre værdipapirer i dematerialiseret form, jf. den i dansk ret herfor anvendte betegnelse fondsaktiver i Vphl § 59, stk. 2. Udstedelse og omsætning sker gennem elektronisk registrering i en værdipapircentral (Central Securities Depository), og hermed er clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner søgt lettet.²⁰¹ Baggrunden herfor har været et ønske om fjerne de hindringer for den nationale og ikke mindst den internationale omsætning af værdipapirer, som fysiske dokumenter kan indebære. De nationale regler om værdipapircentraler og registrering af fondsaktiver er således også primært rettet mod børsnoterede værdipapirer og andre værdipapirer, som omsættes offentligt. I en række lande skal børsnoterede aktier udstedes i dematerialiseret form, enten fordi det er et lovkrav, (Finland²⁰²), eller som følge af fondsbørsens regler om optagelse af værdipapirer til notering (Sverige²⁰³). På den anden side findes der ikke regulering for dematerialiserede værdipapirer i Tyskland og Luxembourg.

De nordiske lande, inkl. Danmark var blandt de første lande, der indførte lovgivning om udstedelse og omsætning af værdipapirer i dematerialiseret form.²⁰⁴ Disse lovgivninger indeholder generelt en række fælles træk, herunder med en betydelig vægt på at sikre et effektivt system med (formueretlige) regler om registrering af rettigheder over fondsaktiver. Mens registrerings- og rettighedssynspunktet oprindeligt var centralt i den nordiske regulering, har ønsket om at sikre en effektiv clearing og afvikling spillet en mere central rolle for reguleringen i andre lande. Når henses hertil, samt til den omstændighed at det har vist sig vanskeligt at tilvejebringe detaljerede oplysninger om reglerne om åbenhed i registreringer i de øvrige lande, hvor dematerialiserede værdipapirer anvendes, lægges der i det følgende vægt på en gennemgang af reglerne om åbenhed i værdipapircentralers registre i de nordiske lande. Det skal i øvrigt bemærkes, at Grækenland netop efter dansk/nordisk forbillede har gennemført regler om udstedelse og omsætning af de dematerialiserede værdipapirer gennem registrering i en værdipapircentral.²⁰⁵

De norske regler om registrering i værdipapircentralen og åbenhed i forbindelse hermed er, som det ofte er tilfældet, koblet sammen med reglerne om notering i aktiebogen. Reglerne findes i den norske aktieselskabslov (nr. 45 af 13.06.1997) kapitel 4. Aktiebogen og registreringen i værdipapircentralen er tilgængelig for enhver, og oplysningerne har opnås ved henvendelse til selskabet, eller til den der af

²⁰¹ En vis harmonisering af reglerne for (adgang til) værdipapircentraler og clearing og afvikling af værdipapirtransaktioner er sket gennem investeringssservicedirektivet (22/93) og finalitydirektivet (26/98). Direktiverne regulerer dog ikke det i nærværende sammenhæng centrale spørgsmål om åbenhed i aktionærbesiddelser.

²⁰² Se nærmere den finske aktieselskabslov (nr. 734/29.09.1978) kapitel 3 a.

²⁰³ Stockholms fondsbørs' indregistreringskontrakt pkt. 3.

²⁰⁴ Regler om dematerialiserede aktier er indført i Belgien i 1995.

²⁰⁵ Det skal i øvrigt bemærkes, at reglerne om dematerialiserede værdipapirer og værdipapircentraler i de baltiske lande er kraftigt inspireret af de nordiske landes regulering.

selskabet er udpeget til at føre registeret i værdipapircentralen.²⁰⁶ Norske aktionærer er forpligtet til at lade sig registrere med angivelse af aktionærens navn, fødselsdato (for selskaber registreringsnummer) og adresse samt antal af aktier og eventuel aktieklasser.²⁰⁷ Nominee-registrering er således ikke mulig for norske aktionærer.

For udenlandske aktionærer er der derimod en - begrænset - mulighed for at lade sig notere gennem en nominee, typisk en bank eller anden finansiel virksomhed som har opnået Kredittilsynets tilladelse til optræde som nominee for udenlandske aktionærer.²⁰⁸ Ved nominee-registrering skal nomineens navn og adresse registreres, samtidig med at det anføres, at der er tale om en nominee. Det samlede antal aktier med angivelse af aktieklasser, som nomineeen repræsenterer, skal ligeledes registreres. Udenlandske aktionærer har hermed mulighed for at forblive anonyme over for selskabets øvrige aktionærer og offentligheden. Selskabet og offentlige myndigheder kan derimod til enhver tid ved henvendelse til nomineeen kræve at få oplyst, hvem den reelle aktionær er, og hvilke besiddelser de enkelte aktionærer under nominee-registreringen har, såfremt nomineeen optræder på flere aktionærers vegne.²⁰⁹ Selskabet kan med frigørende virkning betale dividende, tildele nye aktier i forbindelse med kapitalforhøjelse mv. til nomineeen. Derimod kan nomineeen ikke udøve de udenlandske aktionærers forvaltningsmæssige beføjelser i selskabet. Dette kræver, at aktionærernes reelle identitet registreres.²¹⁰

Pligten til at sikre den fornødne registrering i forbindelse med overdragelse af aktier påhviler efter norsk ret den sælgende aktionær.²¹¹

I Sverige er det således, at svenske selskaber med aktier optaget til notering på Stockholms fondsbørs skal som nævnt lade de børsnoterede aktier registrere i værdipapircentralen. Registreringerne, som angiver aktionærens navn, personnummer (eller andet registreringsnummer) bopæl samt antal af aktier og eventuel aktieklasser, er som noteringer i selskabets aktiebog offentligt tilgængelige.²¹²

I forbindelse med registreringen kan en aktionær dog anvende en nominee, som skal være en bank eller andet finansiel virksomhed med tilladelse til at foretage nominee-registrering.²¹³ Hermed har aktionærerne mulighed for en vis anonymitet. Men såfremt en aktionær registreret under nominee ønsker at udnytte sine forvaltningsmæssige beføjelser og være repræsenteret på generalforsamlingen, skal aktionæren dog senest ti dage før generalforsamlingens afholdelse - midlertidigt - lade sig registrere

²⁰⁶ Jf. § 4-5.

²⁰⁷ Jf. § 4-4.

²⁰⁸ Se nærmere § 4-10.

²⁰⁹ Jf. § 4-10(4).

²¹⁰ Jf. § 4-10(3) modsætningsvis og § 4-2.

²¹¹ Jf. § 4-7.

²¹² Den svenske aktieselskabslov(1975:1385) 5 kap. 13 § stk. 1. sammenholdt med 3 kap. 8 §.

²¹³ Jf. 3 kap. 8 § stk. 2 om såkaldt "forvalterregistrering". Svenske værdipapircentraler har ligeledes mulighed for at indgå aftaler med udenlandske værdipapircentraler mv., hvilket yderligere kan føre til skjult identitet.

under eget navn.²¹⁴ Herved har enhver mulighed for inden for de sidste ti dage før generalforsamlingen at få oplyst, hvem der som aktionær kan stemme på generalforsamlingen.

I Finland følger det af aktieselskabsloven²¹⁵ sammenholdt med værdipapirmarksloven,²¹⁶ at enhver eventuelt mod betaling af et gebyr har adgang til de oplysninger om aktionærerne, som er registreret i værdipapircentralen. For finske aktionærer (fysiske såvel som juridiske personer) stilles der krav om, at den registrerede aktionær skal være den reelle ejer, hvorfor en nominee-registrering ikke er tilladt. For udenlandske aktionærer er der mulighed for at lade sig registrere under nominee,²¹⁷ men en sådan nominee-registrering udelukker den pågældende aktionær fra at udøve sine forvaltningsmæssige beføjelser i selskabet, idet adgang til generalforsamlingen for alle aktionærers vedkommende kræver registrering af den reelle ejer.

Mens der således i de nordiske lande er en meget vidtgående åbenhed i værdipapircentralernes registre tegner der sig ikke et entydigt billede i de øvrige europæiske lande. Dette kan bl.a. bero på, at man med reglerne primært har fokuseret på at sikre en central registrering med henblik på at effektivisere clearing og afvikling, uden at tage stilling til spørgsmål om åbenhed. Desuden har man ved udformningen af reglerne om åbenhed i de elektronisk baserede registre i nogen grad overført aktieselskabslovgivningens almindelige regler om åbenhed vedrørende aktiebogen til registersystemet. Der er dog en i nærværende sammenhæng principiel væsentlig forskel mellem notering i aktiebogen og registrering i en værdipapircentral. Aktiebogens førelse påhviler normalt selskabet, således at der er tale om et decentralt register hos det enkelte selskab, eventuelt med indberetning til en offentlig myndighed, jf. ovenfor under 7.1. I værdipapircentraler er der derimod tale om et centralt register omfattende alle selskaber med dematerialiserede aktier. Denne principielle forskel kan dog i praksis være begrænset som følge af nominee-registrering og anvendelse af samlekonti, hvorved den reelle ejer fremgår af en registrering hos den finansielle virksomhed, der er registreret som nominee.

Som eksempler på reguleringen i andre lande kan det nævnes, at i Østrig og Italien er der ingen offentlig adgang til oplysninger i værdipapircentraler.

Som det fremgår af den ovenfor under 4.3 og 4.4 har selskabet, dets aktionærer og offentligheden ingen adgang til de oplysninger om aktiebesiddelser, som fremgår af værdipapircentralens register. Desuden er det således, at registreringen i værdipapircentralen kan ske under nominee, blot det af registreringen fremgår, at der er tale om nominee-registrering. Herved fraviger de danske regler markant fra reguleringen i de øvrige nordiske lande, der i øvrigt har et registreringssystem som det danske. I de nordiske lande er der som udgangspunkt fuld åbenhed i registreringerne, og nominee-registrering anerkendes ikke eller kun i begrænset omfang (for udenlandske aktionærer og uden mulighed for at benytte de forvaltningsmæssige beføjelser).

²¹⁴ Jf. 9 kap. 1 § stk. 2 og 3 kap. 13 § stk. 2 sammenholdt med lov 1989:827 8. kap. stk.4.

²¹⁵ Jf. 3a kap.

²¹⁶ Jf. 3 kap. 10-14 § især 12 §.

²¹⁷ Jf. den finske værdipapirmarkslov (26.05.1989/495) § 28.

Litteraturfortegnelse

- Afrell, Lars, Håkan Klahr og Per Samuelsson: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 2. upp. 1998
- Andersen, Paul Krüger og Nis Jul Clausen: Børsretten, 2000
- Andersen, Paul Krüger Andersen: Aktie- og anpartsselskabsret, 6. udg. 2000
- Andersen, Paul Krüger: Studier i Dansk Koncernret, 1997
- Baums, T & E. Wymeersch (eds.): Shareholder Voting Rights and Practices in Europe and the United States, 1999
- Bergo, Knut: Børs- og verdipapirrett, 1998
- Betænkning nr. 1219/1991 Insider-handel
- Betænkning nr. 1230/1992 Børsnoterede selskaber - Oplysningspligt, navnsaktier, nominee-ordning og kontrol
- Bråthen, Tore: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 147
- Cahn, Andreas: Die Aktiengesellschaft, 1997 s. 502
- Clausen, Nis Jul & Karsten Engsig Sørensen: Udredning om overtagelsestilbud, 1998
- Clausen, Nis Jul og Karsten Engsig Sørensen: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret, 1999:1 s. 81
- Clausen, Nis Jul, Finn Møller Kristensen og Jens L. Simonsen i Revision og Regnskab 1991/11 s. 28
- Clausen, Nis Jul: Sikkerhed i fordringer, 3. udg. 2000
- Daeniker, Daniel: Swiss Securities Regulation, 1998
- Davies, Paul: Gower's Principles of Modern Company Law, 6. udg. 1997
- DTI's rapport Disclosure of Directors' Shareholdings: A Consultative Document, August 1996
- DTI's rapport Disclosure of Interests in shares, 1980

Edward, Vanessa: EC Company Law, 1999

Gomard, Bernhard: Aktieselskaber & Anpartsselskaber, 4. udg. 2000

Gram, Gert Bo og Bent Mebus: Værdipapircentralen - En håndbog, 1984

Hansen, Søren Friis og Jens V. Krenkel: Lærebog i Selskabsret I, 1999

Hansen, Søren Friis og Jens V. Krenkel: Lærebog i Selskabsret II, 2000

Hüffer, Uwe; FS Karl-Heinz Boujong, 1996

Jacobsen, Christen Boye: Lov om en værdipapircentral, 1983

Loss, Louis & Joel Seligman: Securities Regulation, Vol. V, 1990

Nottmeier, Horst & Holger Schäfer: Die Aktiengesellschaft 1997 s. 87

Report of the Company Law Committee, Cmnd. 1749 (Jenkins Committee) Juni 1962

Rosenberg, Ida, Lone Sneholt & Niels Thomsen: A/S'sloven med kommentarer, 6. udg. 1999

Schanz, Kay-Michael: Börseneinführung, 2000

Schaumburg-Müller, Peer og Erik Bruun Hansen: Dansk Børsret, Værdipapirmarkedsret, 2. udg., 1996

Schneider, Uwe: Die Aktiengesellschaft 1997 s. 81

Schoen, Thierry: The French Stock Exchange, 1995

Skog, Rolf: Nordisk Tidsskrift for Selskabsret 2000:2 s. 190

Tjäder, Helena: Börsrettens flaggningsregler i ett internationellt perspektiv, 1997

Werlauff, Erik: Børs- og kapitalmarkedsret, 2000

Werlauff, Erik: Selskabsret, 4. udg. 2000

Werlauff, Erik: UfR 2000 B 601

Werlauff, Erik: Kommenteret Aktieselskabslov, 1999

Verlauff: EU-Selskabsret, 2. udg. 1999