

Oplysningspligten

DIRF – Den 23. marts 2015

v/ partner David Moalem, ph.d.

Programmet de næste 30 minutter...

1. De seneste erfaringer og tendenser?.....5 min
2. Oplysningspligten i en nøddeskal?.....10 min
3. Er det lovligt at fortælle en halv sandhed?.....15 min
4. Hvor sikker har man lov at være?.....20 min
5. Hvornår er en forkert selskabsmeddelelse kursmanipulation?.....25 min

1. De seneste erfaringer og tendenser?

Livet som børsselskab bliver stadig mere krævende

- Børsretten ændrer sig markant i disse år
 - Finanstilsynet og SØIK rejser flere sager og prøver grænserne af
 - Et stadigt stigende bøde- og strafniveau
 - Stadigt større krav til aktørernes compliancefokus og -niveau
-

Hvad siger statistikken?

Antal behandlede sager hos Finanstilsynet

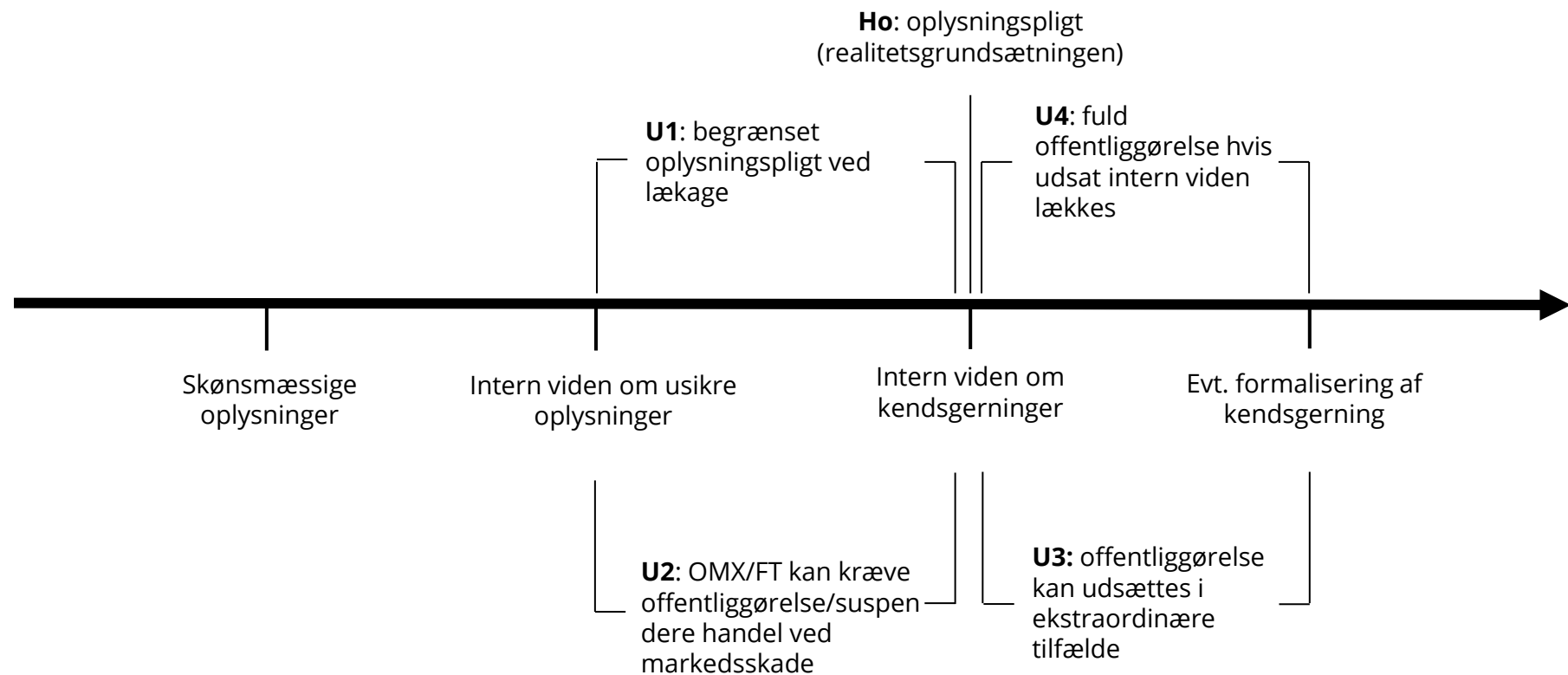
Sager hos Finanstilsynet	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. halvår 2014
Insiderhandel	21	33	32	25	36	45	38	46	28
Videregivelse af intern viden	4	2	3	2	13	4	9	3	3
Kursmanipulation	13	27	28	38	53	44	52	54	26
Den løbende oplysningspligt	-	-	-	-	-	20	19	20	6
Storaktionærflgning	-	-	-	-	-	18	29	24	21
§ 28a-flagningspligt	-	-	-	-	-	7	5	7	34
Overtagelsestilbud	-	-	-	-	-	0	2	0	1
Prospekter	-	-	-	-	-	7	6	13	1
Total	38	62	63	65	102	145	160	167	120

Antal politianmeldelser til SØIK

Politianmeldelser til SØIK	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1. halvår 2014
Insiderhandel	2	4	19	20	8	8	6	2	4
Videregivelse af intern viden	0	0	5	5	3	4	2	0	0
Kursmanipulation	8	7	16	21	69	31	14	4	5
Den løbende oplysningspligt	0	0	5	5	3	4	4	5	1
Storaktionærflagning	-	-	-	-	-	0	1	1	0
§ 28a-flagningspligt	-	-	-	-	-	0	0	0	0
Prospekter	-	-	-	-	10	4	0	0	3
Total	10	11	45	51	93	51	27	12	13

2. Oplysningspligten i en nøddeskal?

Tidspunkterne for oplysningspligtens indtræden



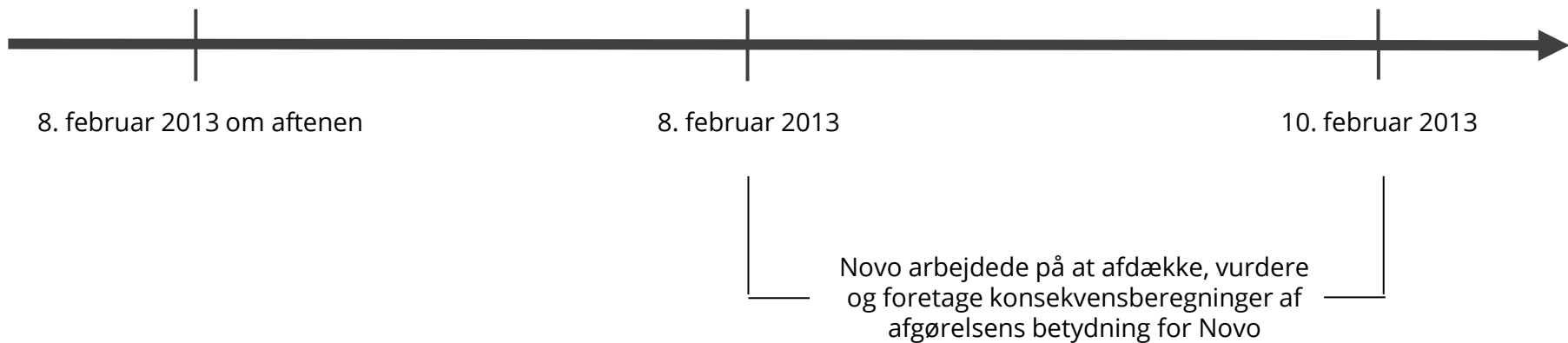
3. Er det lovligt at fortælle en halv sandhed?
- Novo-sagen betydning for oplysningspligten

Hvad er vigtigst: hurtighed eller sandhed?

US Food and Drug Administration
meddeler Novo, at de ikke kan
godkende insulin-produkterne
Tresiba® og Ryzodeg®

Novo afholdt et internt
telefonmøde kl. 21.00-22.00

Novo offentliggjorde
selskabsmeddelelse kl. 21.09



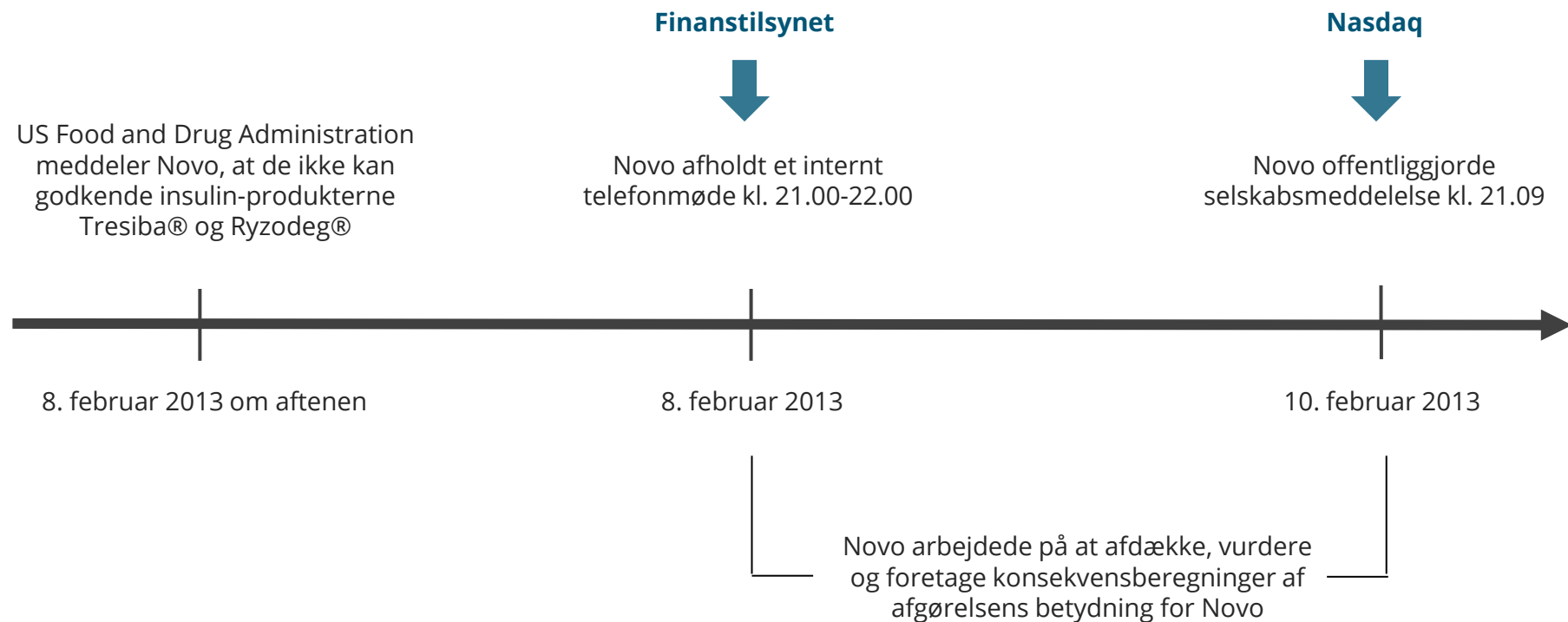
Hvordan afvejer man de modsatrettede hensyn?

Selskabet skal sikre, at investorerne modtager kursrelevante oplysninger om selskabet **så hurtigt som muligt**

Hvornår skal børsselskaberne offentliggøre selskabsmeddelelser?

Selskabet skal sikre, at oplysninger, der offentliggøres er tilstrækkelige til, at der kan foretages en **fuldstændig, korrekt** og **rettidig** vurdering heraf

Hvornår skulle Novo offentliggøre en meddelelse?



Novo valgte (desværre) at acceptere et bødeforelæg på 500.000 kr., men fastholdt samtidigt, at man ikke har overtrådt oplysningspligten

Hvilken praktisk betydning har Novo-sagen?

- Hensigtsmæssigheden af Finanstilsynets/SØIKs fortolkning kan diskuteres
 - Men vi ved, at Finanstilsynet/SØIK vil håndhæve fortolkningen
 - Man kan derfor vælge at udfordre den ved domstolene...
 - Eller man kan vælge at **følge den nye praksis**, dvs. udsende en foreløbig selskabsmeddelelse med det samme, og så iværksætte en hasteprocess mhp. at offentliggøre vurderingen af den reelle betydning for selskabet
-

4. Hvor sikker har man lov til at være?
- Pandora-sagen betydning for ændrede forventninger
-

Hvordan er det nu med ændringer i forventningerne?

Forventninger er lidt af en "sær snegl" i reguleringen...

- 1 Forventninger er pr. definition noget fremadrettet og dermed usikkert
- 2 Forventninger er ikke andet end ledelsens kvalificerede skøn (gæt) om fremtiden
- 3 Man opnår aldrig den samme grad af sikkerhed, som ved andre oplysninger, fx en kontrakt
- 4 ...oplysningspligten indtræder på det tidspunkt, hvor man bør nå frem til, at forventningerne har ændret sig i en sådan grad, at det udgør intern viden

Hvad er lakmus-testen ved ændrede forventninger?

For det første

...skal det sikres, at ledelsen har et **tilstrækkeligt beslutningsgrundlag**, dvs. at de nødvendige oplysninger indsamles, og der foretages en ordentlig behandling og vurdering/efterprøvning heraf

For det andet

...skal det sikres, at ledelsen foretager en **rettidig** indsamling og vurdering af beslutningsgrundlaget, dvs. at der ikke må gå længere tid end nødvendigt med at indsamle oplysningerne, vurdere disse og offentliggøre evt. ændringer

For det tredje

...skal det sikres, at ledelsen har **rapporteringssystemer** til at sikre et tilstrækkeligt beslutningsgrundlag samt har **hasteprocedurer**, der sikrer en rettidig indsamling og vurdering af beslutningsgrundlaget

Væsentlige fakta og tidspunkter i Pandora-sagen

- 1 18. april 2011. Pandora offentliggør selskabsmeddelelse med **forventet omsætningsvækst på ikke mindre end 30 %** i 2011
- 2 7. juli 2011. Internt udkast til revurdering af forventninger til nu **15,9 %** for 2011 sendes til ledelsen
- 3 18. juli 2011. Der forelå en intern scenario analyse, der viste en vækst ml. **8,9 - 24,1 %** for 2011 samt en rapport, der viste en realiseret vækst frem til den 11. juli 2011 på **16 %**. Nyt internt udkast til revurdering af forventninger til nu **15 %** for 2011 sendes til ledelsen
- 4 28. juli 2011. Udkast til præsentation af kvartalsrapport for Q2 sendes til ledelsen. Indeholder oplysninger om (i) "sharp revenue deterioration in late Q2 continuing through July", (ii) en realiseret omsætningsvækst for Q2 på **3,6 %** og en samlet omsætningsvækst for 1. halvår på **21,5 %**
- 5 30. juli 2011. Der afholdes ekstraordinært bestyrelsesmøde. Der forelå interne oplysninger om en meget betydelig nedgang i realiseret omsætning ultimo Q2 og i juli måned
- 6 1. august 2011. Der afholdes ekstraordinært bestyrelsesmøde i forlængelse af mødet dagen før. Der forelå interne oplysninger om en meget betydelig nedgang i realiseret omsætning ultimo Q2 og i juli måned, herunder i deres Weekly Flash Report
- 7 2. august 2011. Pandora offentliggør en selskabsmeddelelse, hvor forventningerne til omsætningsvæksten for 2011 nedjusteres til **0 %**

Retten i Glostrups dom af 2. december 2014 (anket)

- 1 18. april 2011. Pandora offentliggør selskabsmeddelelse med forventet omsætningsvækst på ikke mindre end 30 % i 2011
- 2 7. juli 2011. Internt udkast til revurdering af forventninger til nu 15,9 % for 2011 sendes til ledelsen
- 3 18. juli 2011. Der forelå en intern scenario analyse, der viste en vækst ml. 8,9 - 24,1 % for 2011 samt en rapport, der viste en realiseret vækst frem til den 11. juli 2011 på 16 %. Nyt internt udkast til revurdering af forventninger til nu 15 % for 2011 sendes til ledelsen

"Retten finder, at selskabsledelsen den 18. – 19. juli 2011 har været klar over, at forventningerne til helårsresultatet måtte justeres så markant, at der var pligt til omgående at offentliggøre det"

Pandora idømmes en bøde på 2.000.000 kr. for overtrædelse af Værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1

Pandora skulle have offentliggjort nedjusteringen **11 dage** efter den interne revurdering, der halverer forventningerne sendes til ledelsen (ville have resulteret i to nedjusteringsmeddelelser)

Retten anvender lakmus-testen – man kan altid være uenig om den konkrete anvendelse

Finanstilsynet/SØIK fik ikke medhold i, at enhver ændring i præcis guidance (30 %) skal offentliggøres

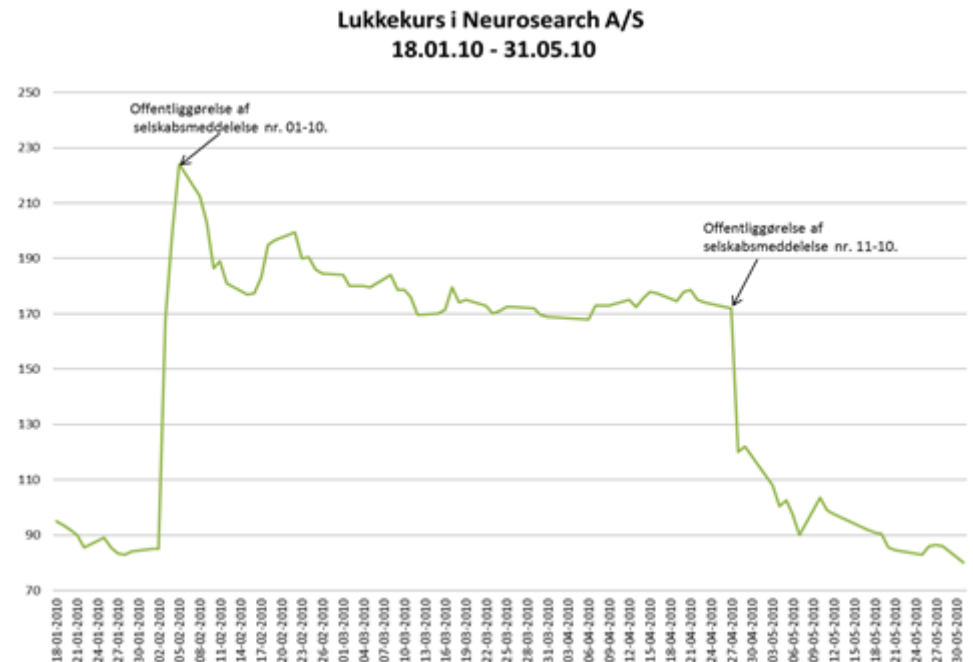
5. Hvornår er en forkert meddelelse kursmanipulation?
- Neurosearch-sagen betydning for grænsedragningen

Københavns Byrets dom af 8. august 2014 (anket)

I dommen beskrives en velkendt proces med at "klippe en hæl og hakke en tå" i skabelsen af selskabsmeddelelser

Selskabsmeddelelsen endte med at være misvisende på to punkter:

- Det oplystes, at Huntexil opfyldte det prædefinerede primære endpoint i et klinisk medicinstudie, hvilket ikke var sandt
- Det oplystes ikke, at resultatet reelt var konklusionen på en supplerende sensitivetsanalyse, og ikke (som det fremgik af selskabsmeddelelsen) resultatet af studiets primære analyse
- Neurosearch og CEO idømmes straf på hhv. 5.000.000 kr. og 1.000.000 kr. for kursmanipulation



Neurosearch-dommens betydning for oplysningspligten?

Nogle af mine refleksioner pba. udskriften af dombogen

1

Neurosearch har formentligt overtrådt den løbende oplysningspligt (ikke grundlag for personligt ansvar for CEO)

2

Overraskende, at SØIK ikke havde nedlagt påstand om overtrædelse af oplysningspligten

3

Synes for vidtgående at anvende forbuddet mod kursmanipulation, der ved forkerte selskabsmeddelelser kræver forsæt, jf. lovbemærkningerne

4

Dommen synes at rykke strafansvaret for tæt på dagligdagen i børsselskaberne

Spørgsmål & kommentarer?

Kontakt



David Moalem
Partner, advokat, ph.d. · København
Børs & Finans
T +45 72 27 33 24
M +45 25 26 33 24
E dmm@bechbruun.com

København
Danmark

Aarhus
Danmark

Shanghai
Kina

T +45 72 27 00 00
www.bechbruun.com