

Investeringsbankers corporate finance og analyse aktiviteter

- om Chinese Walls og wall crossing

Af Dan Moalem, Lindh Stabell Horten/Syddansk Universitet

1. Indledende bemærkninger

I det sidste år har såvel nationale som internationale medier været præget af en betydelig debat om investeringsbankers ”dobbelroller”, særligt på det amerikanske marked.¹ Fokus i debatten har kredset om de potentielle interessekonflikter, som investeringsbankerne oplever i forbindelse med deres opdrag som både corporate finance institut og analyseudarbejder. Investeringsbankerne har været beskyldt for upassende sammenblanding af analyse og corporate finance afdelinger samt et upassende forhold til de udstedere, som analytikerne dækker i deres analyser. Også på fællesskabsplan har problematikken været genstand for drøftelse, jf. senest Notat til det uformelle Økofin-råd, Oviedo 12 og 13 april 2002, s. 7² og forslaget til direktiv om Markedsmisbrug (KOM (2001) 281 af 30 maj 2001) art. 6(4)³. Det skal understreges, at ovennævnte forhold p.t. forekommer at have et større omfang i New York end eksempelvis London og København.⁴ Der ses ikke på nuværende tidspunkt at være sager, hvor investorer har henvendt sig til de danske kompetente myndigheder med påstand om sådan sammenblanding af interesser. Det er imidlertid ikke utænkeligt, at analytikere indgår i en dialog med corporate finance afdelinger (underlagt dansk jurisdiktion) om konkrete opdrag i investeringsbanken. Til trods for, at sådanne situationer måske ikke har epidemisk karakter i Danmark, hiver kontakten mellem de to afdelinger anledning til en række værdipapirhandelsretlige overvejelser.

2. Præsentation af emnet

Denne artikel vil redegøre for udvalgte juridiske aspekter i tilknytning til bestemte

¹Forholdene er, som de er dukket op, blevet forsøgt reguleret af de respektive markedspladser, ligesom også den amerikanske tilsynsmyndighed – Securities and Exchange Commission (herefter benævnt ”SEC”) - har forholdt sig til problematikken. Se herfor, NASD Rule 2711, NYSE Rule 472 (as amended) og forslag fra SEC dateret 2. august 2002, Release no. 33-8119, Regulation AC (Analyst Certification), tilgængelig på www.sec.gov/rules/proposed/33-8119.htm.

²Notatet er tilgængeligt på Kommissionens hjemmeside, www.europa.eu.int/comm/internal_market.

³Se for en gennemgang af direktivforslaget, Jesper Lau Hansen, Forslaget til et EU-direktiv om markedsmisbrug, NTS, 2001, nr. 3, s. 361ff. Se også, CESR’s Advise on possible Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (Ref. CESR 02/089b) – 5 July 2002, s. 32ff. (tilgængeligt på www.europecesr.org). Af direktivforslaget fremgår, at bl.a. investeringsbanker skal udvise den fornødne omhu for at sikre, at oplysninger fremsættes korrekt. Endvidere skal investeringsbanker afsløre deres interesser og interessekonflikter i forbindelse med konkrete transaktioner. EU tilkendegiver hermed, at potentielle interessekonflikter er af så alvorlig karakter, at området har brug for regulering også på fællesskabsniveau.

⁴Se for en redegørelse af forholdene på værdipapirmarkedet i London, Financial Services Authority, Investment research: Conflict & other issues, July 2002.

interessekonflikter forbundet med investeringsbankvirksomhed, der i denne sammenhæng inddeles i tre kategorier:

- (i) *Corporate finance aktiviteter, herunder finansiel rådgivning.*
- (ii) *Analyseaktiviteter.*
- (iii) *Handelsaktiviteter.*

Kunderne er ofte såvel kvalificerede investorer som private investorer. Interessekonflikter kan opstå mellem investeringsbanken og dets kunder men også mellem investeringsbankens forskellige kunder – eksempelvis investorer og udstedere. Et eksempel på sidstnævnte situationer er tilfælde, hvor investeringsbankens corporate finance afdeling arbejder på at børsnotere en udsteders aktier, og analyseafdelingen samtidig udarbejder analyser, der tjener som beslutningsgrund for investorer, der er kunder i investeringsbanken.⁵ I disse situationer er det af essentiel betydning, at analytikerens integritet og upartiskhed fremstår uantastet. I modsat fald vil både kundernes interesser og markedstilliden blive sat under pres.⁶

Investeringsbankers analyseaktiviteter kan opdeles i to funktioner⁷:

- (i) *Primære funktion* – udarbejdelse af analyser til brug for investeringsbankens investerende kunder.
- (ii) *Sekundære funktion* – udarbejdelse af analyser til brug for corporate finance afdelingens markedsføring og salg af en udsteders aktier via værdipapirmarkedet (eksempelvis en børsnotering).

Denne sondring mellem primære og sekundære funktioner får betydning, idet der gør sig forskellige hensyn gældende i tilknytning til de to funktioner. Den primære funktion involverer ikke i typesituationen corporate finance afdelingen. Der er typisk tale om et forhold mellem den investerende kunden og analytikeren (investeringsbanken), hvorfor der ikke som udgangspunkt er nogen interessekonflikt. Den sekundære funktion involverer imidlertid flere interesser, idet der på hver side af investeringsbanken er placeret kunder, hvis interesser ikke nødvendigvis er samstemmende. Investeringsbankens interesser er ej heller per definition identisk med begge kundetyper, eftersom investeringsbanken som

⁵Sådanne konflikter skal respektere Københavns Fondsbørs Børsetiske Regler (senest ændret d. 27. september 2002) udstedt med hjemmel i VHL § 19, stk. 1, nr. 3, se for en uddybning nedenfor.

⁶Blandt andet derfor er investeringsbanker forpligtet til at udarbejde interne regler, der sikrer, at intern viden som defineret i VHL § 34, stk. 2, 1. pkt. behandles fortroligt, herunder ikke cirkulerer unødigt mellem investeringsbankens forskellige afdelinger, jf. VHL §§ 36, stk. 2 og 37a og generalklausulen god værdipapirhandlerskik, jf. lov om finansielle virksomhed §§ 3a og 3b (samt de Børsetiske Reglers § 2). I investeringsbanker bliver dele af disse interne regler ofte benævnt Chinese Walls, jf. tillige Børsmæglerforeningens krav om sådanne for sine medlemmer, der trådte i kraft d. 1. juli 2002.

⁷Se for en beskrivelse af analytikerens funktioner i et engelsk perspektiv, Financial Services Authority, Investment research: Conflict & other issues, July 2002, s. 13ff. Det synes forsvarligt at antage, at der ikke er den store forskel mellem danske og engelske analytikerfunktioner.

eksempelvis emissionsgarant kan have en selvstændig interesse i, at de udbudte værdipapirer aftages i markedet.

Med afsæt i ovenstående vil der i det følgende blive foretaget en analyse af den retlige regulering af relationerne mellem investeringsbankers corporate finance og analyse afdelinger.⁸ De centrale elementer i artiklen vil relatere sig til analytikeres sekundære funktion.

De overordnede spørgsmål, der i denne sammenhæng søges besvaret, er således:

- (i) *Kan en analytiker modtage informationer om udstedere fra corporate finance afdelingen?*
- (ii) *I hvilke situationer kan en analytiker bistå corporate finance afdelingen?*
- (iii) *Hvilke tiltag bør investeringsbanken tage, når en analytiker bistår corporate finance afdelingen?*
- (iv) *Hvornår kan en analytiker udarbejde analyser om udstedere, som denne har bistået i forbindelse med arbejdet for corporate finance afdelingen?*

Relationen mellem analytikeren og udstederen vil ikke i denne sammenhæng blive analyseret. Dette skyldes ikke, at forholdet er juridisk uinteressant, men rammerne for denne fremstilling tillader ikke en sådan behandling.⁹

Forinden ovenstående søges besvaret, vil der først blive foretaget en kort gennemgang af udvalgte eksempler på interessekonflikter, herunder argumenter imod, at interessekonflikter kan opstå. Dernæst redegøres kort for den regulative ramme. Primært er der tale om en gennemgang af Værdipapirhandelsloven, lov om finansiel virksomhed, de deraf afledte bekendtgørelser, Københavns Fondsbørs Noteringsforpligtelser, Børsmæglerforeningens anbefalinger, samt i beskedent omfang praksis fra Københavns Fondsbørs. Herefter foretages en analyse af de fire forhold præsenteret ovenfor, hvorefter der afslutningsvist konkluderes.

4. Interessekonflikter

Den primære årsag til interessekonflikter knytter sig til aflønningsstrukturen i investeringsbanker, herunder de bonusser, som udgør en betragtelig del af lønnen – særligt under højkonjunkturer (også kaldet ”*Bull Markets*”). Analytikernes aflønning afhænger bl.a. af udviklingen i corporate finance afdelingen. Denne afdeling kan i et Bull Market

⁸Se for en økonomisk behandling af interessekonflikter mellem corporate finance- og analyseafdelinger, Roni Michaely og Kent Womack, Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations, *The Review of Financial Studies*, Special 1999, vol. 12, no. 4, s. 653ff. Se også Leslie Bonie, Luis Alberto Giorgio og Pietro Masci, Conflicts of Interest Facing Securities Research Analysts: Implications for Capital Markets, *Infrastructure and Financial Markets Review*, March 2002, vol. 8, no. 1, s. 1ff.

⁹Se for en behandling af forholdet mellem udstederen og analytikere og de interessekonflikter som et sådant samspil giver anledning til, Steven Bochner, The Newly Public Company and the Financial Analysts, *The Venture Capital Review*, Fall 1999, s. 55ff.

indtjene svimlende summer til investeringsbanken.¹⁰ Analytikerne har således selvstændig (og personlig) interesse i, at corporate finance afdelingens overskud maksimeres.

Udover en direkte økonomisk interesse kan analytikere også have mere prestigemotiverede interesser at varetage. anbefalinger fra respekterede analytikere kan medføre mærkbare kursudsving.¹¹ Stemmer analytikernes anbefalinger ikke med den faktiske udvikling i en given aktie, svækkes tiltroen alt andet lige til den pågældende analytiker. Analytikeren har således et betydeligt incitament til at indsamle og bearbejde potentiel kurssensitiv information. Det synes derfor rimeligt at forudsætte, at information – gerne på eksklusiv basis¹² - om en udsteders værdipapirer bliver et eftertragtet gode for analytikere, der bl.a. kan tilvejebringes via kontakter til corporate finance afdelingen.

Derudover er et væsentligt parameter i forbindelse med udstederes valg af investeringsbanker ved eksempelvis en børsnotering investeringsbankens ”*placing power*”¹³ og ikke mindst investeringsbankens analytikere i udstederens erhvervssegment. Analytikerens anseelse blandt særligt institutionelle investorer kan have en ikke ubetydelig indflydelse på succesen af eksempelvis en børsintroduktionen, idet institutionelle investorer typisk ikke kender udstederen før dennes værdipapirer optages til omsætning på det relevante marked.¹⁴ Indgående analyser udarbejdet af investeringsbankens ledende analytiker på området anses derfor som et egentligt salgsparemeter overfor købestærke institutionelle investorer. Herved får corporate finance afdelingen incitament til at inddrage analytikere i deres rådgivning af kunderne.

5. Argumenter mod interessekonflikter

Investeringsbanken kan imødegå kritikken med den begrundelse, at tillidsbrud og uetisk adfærd vil ødelægge investeringsbankens forretning. Investeringsbanker er såkaldte ”*repeated players*” på kapitalmarkedet, og har derfor brug for markedets ubetingede tillid.

¹⁰ Jf. Financial Services Authority, Investment research: Conflict & other issues, July 2002, s. 13. I rapporten anføres, at analytikere kompenseres efter en række faktorer, herunder evnen til at fastholde investeringsbankens klienter. Se også James D. Cox, Robert W. Hillman og Donald C. Langevoort, Securities Regulation (2001), s. 214ff. for en gennemgang af investeringsbankers kompensation i forbindelse med børsnoteringer og børsmissioner.

¹¹ Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug (2001), s. 480.

¹² For en beskrivelse information som eksklusivt gode se, Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug, s. 9ff.

¹³ Ved ”*placing power*” skal forstås investeringsbankens evne til at få afsat de udbudte aktier til såvel institutionelle investorer som i visse situationer private investorer, således udstederen konkret har den rette aktionærsammensætning, herunder så spredningskrav m.v. kan honoreres, jf. Betingelsesbekendtgørelsens § 4 og Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 1, § 2.

¹⁴ Se for en analyse af informationsniveauet blandt andet i analytikerrapporter ved børsintroduktioner og betydningen af sådanne rapporter i Danmark, Per Nikolaj Buhl og Flemming Meineche, Eksperternes syn på videnressourcer: Analyse af en børsintroduktion, januar 2002. Artiklen er et working paper og er tilgængeligt på www.pnbukh.com/PDF_ARTIKLER/Eksperternes_syn_paa_videnressourcer.pdf.)

Gode argumenter til trods synes det imidlertid rimeligt at antage, at investeringsbankernes corporate finance og analytikeraktiviteter med det seneste års erfaringer, herunder reguleringstiltag og økonomisk empiri (jf. note 7 ovenfor), in mente har indbygget latente interessekonflikter.

6. Den værdipapirhandelsretlige regulering

6.1. Markedstillid og investorbeskyttelse

Dansk værdipapirhandelsret opererer med en forudsætning om et redeligt, gennemsigtigt og ligeligt værdipapirmarked, jf. VHL § 18, stk. 2, nr. 2. Denne forudsætning er motiveret af et generelt ønske om investorbeskyttelse og tillid til værdipapirmarkedet bl.a. i form af korrekt og pålidelig udstederinformation.¹⁵

Et middel til at imødegå ovennævnte hensyn er regler om henholdsvis informationsdistribution og informationsmisbrug, jf. VHL §§ 23, 27-29, 34-37a og 39.¹⁶ Disse bestemmelser er set samlet midler til skabelsen og opretholdelsen af et tillidsvækkende værdipapirmarked, hvor investorerne som hovedregel har lige adgang til informationer underlagt regulering (potentielt kurssensitive informationer).¹⁷

En analytiker må således ikke have adgang til interne informationer om en udsteder. Skal analytikerens kunder udvise bedre afkast end øvrige investorer, må noget sådant være et resultat af analytikerens (og dennes kunders) kompetence og ikke selektiv informationsdistribution ej heller motiveret af kortsigtede markedslivviditetshensyn.

Praksis fra Københavns Fondsbørs, der specifikt omhandler informationer afgivet til aktieanalytikere, er ikke overvældende. Dog påtalte Fondsbørsen i den såkaldte "Carlsberg-sag" i februar 2002, at en medarbejder hos Carlsberg ikke selektivt måtte videregive oplysninger til udvalgte analytikere om forventninger til den økonomiske udvikling i det indeværende regnskabsår. En sådan information var kurssensitiv og skulle således være oplyst straks, jf. Afgørelse & Udtalelser, februar 2002, nr. 3, s. 4

¹⁵Jf. FT 1995/96, Tillæg A, s. 1966ff. Se tillige Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, s. 357, der anfører, at tillid til markedet er et væsentligt beskyttelsehensyn, samt EU's Vismandsrapporten om værdipapirhandelsmarkedet, Lamfalussy-rapporten, der anfører markedstillid som et væsentligt hensyn bag reguleringen af værdipapirhandelsmarkedet.

¹⁶Informationer omfattet af Værdipapirhandelsloven kan således som hovedregel ikke selektivt distribueres til udvalgte analytikere og udnyttes i transaktionsøjemed. Undtagelse til denne hovedregel er oplyst i Afgørelser & Udtalelser fra Københavns Fondsbørs 1992 nr. 1.2. Se for analyse af afgørelsen, Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, s. 379ff. Se tillige Peer Schaumburg-Müller, Børsretlig guide (2002), s. 10 og 79ff.

¹⁷Der er i sagens natur ikke krav om, at et biotech selskab skal offentliggøre sit førende patent (forretningshemmelighed), men der er krav om, at biotech selskabet i vise situationer skal offentliggøre forhold relateret til patentet – eksempelvis informationer om forskningsgennembrud eller afgørende samarbejdsaftaler om udvikling af patentet - som har evnen til at påvirke investorernes vurdering af selskabet, jf. VHL § 27.

og 5.¹⁸ Medarbejderen har derudover i september 2002 modtaget en bøde fra Bagmandspolitiet på kr. 20.000.¹⁹

Københavns Fondsbørs har ligeledes på regelniveau adresseret ligelighedsprincippet, jf. Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 3, §§ 4 og 5. Således fastslår § 4, at alle skal have lige adgang til væsentlige potentielt kurssensitive oplysninger om udstederen. Udstederen skal sikre, at der ikke sker overtrædelse heraf, eksempelvis under investormøder, jf. § 4, stk. 2.²⁰ Blandt andet derfor anbefaler Københavns Fondsbørs, at udstederen har en særlig ansvarlig for investorrelations, jf. § 5.²¹

Samlet kan det således konstateres, at målet for værdipapirhandelsretten i Danmark (og EU) er ønsket om at skabe markedstillid og investorbeskyttelse.²² Midlerne er redelighed, ligelighed og gennemsigtighed.

6.2. God værdipapirhandlerskik (god forretningsskik) og god børsskik

Værdipapirhandelsret er en dynamisk retsdisciplin. Den stadige udvikling af finansielle produkter og tjenesteydelser forudsætter en fleksibel regulering. En måde at opnå

¹⁸En entydig praksis fra Københavns Fondsbørs fastslår derudover, at det ikke er tilladt at informere eksempelvis nyhedsbureauer om potentielt kurssensitive informationer (for at få positiv presseomtale), før sådanne informationer er kommunikeret til Københavns Fondsbørs, jf. f.eks. Afgørelser & Udtalelser 1996.1.13 vedrørende en udsteder, der var partner i et arbejdsfællesskab, som havde indgået en kontrakt til en værdi af kr. 3. mia. Oplysning herom var spredt via en elektronisk nyhedsformidler, inden oplysning om kontrakten var tilgået Københavns Fondsbørs. Fondsbørsen påtalte, at en fondsbørsmeddelelse indeholdende en oplysning om kontrakten og dens betydning ikke var indsendt forinden offentliggørelse via den elektroniske nyhedsformidler. Se i samme retning, Afgørelser & Udtalelser, februar 2002, nr. 5, s. 6ff. Se også Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 212ff. for en gennemgang af Københavns Fondsbørs praksis på området.

¹⁹Se også for en sag af lignende karakter, Afgørelser & Udtalelser, 1997, 1.22. Afgørelsen er indgående behandlet af Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, s. 277, note 75.

²⁰Se for en beskrivelse investormøders betydning for kursdannelsen, Caspar Rose, Investormøders indflydelse på kursdannelsen – et retligt og økonomisk perspektiv, Finansinvest 4/2001, s. 21ff. Forfatteren påpeger på baggrund af empiriske tests, at der forekommer sandsynligt, at potentielt kursrelevant information videregives under investormøder. Artiklen er et kort optryk af et længere og mere økonomisk working paper af samme forfatter tilgængeligt på forfatterens hjemmeside på www.cbs.dk.

²¹Se for en gennemgang af Noteringsforpligtelserne, Peer Schaumburg-Müller og Erik Werlauff, UfR 2002B.86ff. og Dan Moalem og David Moalem, Nye regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S, NTS 2002, nr. 2, s. 147ff.

²²Jf. t.eks. Niamh Maloney, EC Securities Regulation (2002), s. 297ff. Se for en diskussion af investorbeskyttelsens forhold til Traktaten, Niamh Moloney, Investor Protection and the Treaty: an Uneasy Relationship, s. 17ff., optrykt i Capital Markets in the Age of the Euro – Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation (2002), red. Guido Ferrarini, Klaus J. Hopt og Eddy Wymeersch.

fleksibilitet på er at anvende retlige generalklausuler – såkaldte god skik regler.²³ Disse konstrueres bevidst med overordnede formuleringer såsom almindelig hæderlighed, redelig m.v. Betragtet isoleret giver generalklausulerne ikke megen vejledning om, hvad det nærmere indhold måtte være. Intentionen med generalklausulerne er, at de med tiden skal udfyldes af Københavns Fondsbørs, Finanstilsynet, Fondsrådet, Økonomi- og erhvervsministeren samt domstolene.

6.2.1 God værdipapirhandlerskik

Indtil den 1. juli 2002 fandtes reglerne om god værdipapirhandlerskik (god forretningsskik) i værdipapirhandelslovens §§ 5 og 6. Med virkning fra d. 1. juli 2002 overførtes god skik reglerne til den finansielle virksomhedslovs §§ 3a og 3b og 15.²⁴ Kravet om god værdipapirhandlerskik gælder for værdipapirhandlere som defineret i den finansielle virksomhedslovs § 2, stk. 1.²⁵ Det vil sige, at investeringsbanker også er omfattet. God værdipapirhandlerskik er ligeledes reguleret af Københavns Fondsbørs, der med henvisning til §§ 3a, 3b og 15 i de Børsetiske Reglers § 2 bestemmer, at medlemmer af Københavns Fondsbørs har et særligt ansvar for opfyldelse af reglerne om god forretningsskik i §§ 3a, 3b og 15.²⁶ Således skal medlemmerne i udøvelsen af deres virksomhed handle loyalt og korrekt i deres kunders bedste interesse og under hensyn til markedets integritet. Beskyttelsesobjektet er primært kunden i den konkrete transaktion.

6.2.2 God børsskik

God børsskik er reguleret i de Børsetiske Regler § 1. Af denne bestemmelse fremgår, at "... (A) I offentligt udbud, køb og salg, formidling og rådgivning om værdipapirer optaget til notering på Københavns Fondsbørs A/S skal udføres på en redelig måde og i overensstemmelse med god børsskik." Bestemmelsen fastsætter en standard for såvel udstederes som værdipapirhandlers ageren på Københavns Fondsbørs med henblik på at opnå den højest mulige standard. God børsskik adskiller sig fra god værdipapirhandlerskik ved, at sidstnævnte gælder ved enhver værdipapirhandel (også uden for Københavns Fondsbørs). God børsskik vedrører såvel udstedere som rådgivere men kun i relation til børsnoterede værdipapirer. Beskyttelseshensynet bag god børsskik

²³Se om retskildeværdien af god skik regler, Sten Bønsing, Brancheregler og brancheproces (2001), s. 15ff. og 84ff.

²⁴I det store hele er der tale om ordrette gengivelser. I forhold til den finansielle virksomhedslovs § 15 er bestemmelsen stort set identisk med den tidligere bestemmelse i værdipapirhandelslovens § 5, stk. 1 om værdipapirhandlers organisation mv.

²⁵Se også om god værdipapirhandlerskik (god forretningsskik) andet steds i denne publikation, David Moalem, Fra generalklausul til detailregulering – god skik og værdipapirhandlere. Se ligeledes Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 89-90.

²⁶Princippet udstrækker sig til også at gælde udenlandske finansielle virksomheder, såfremt de udøver virksomhed i Danmark gennem etablering af filial eller udbud af grænseoverskridende tjenesteydelser. Ved overtrædelser af den finansielle virksomhedslovs §§ 3, 3a og 3b kan Finanstilsynet give påbud om berigtigelse af forholdet. Forbrugerombudsmanden er tillige berettiget til at anlægge sag om forbud og påbud, jf. den finansielle virksomhedslovs § 68. Overtrædelse af den finansielle virksomhedslovs § 15, stk. 1 straffes med bøde, jf. § 77, stk. 1.

er primært markedstillid med iagttagelse af ligebehandlingsgrundsætningen, modsat god værdipapirhandelsskik, hvis primære fokus er beskyttelse af kunden i form af redelighed og fairness.²⁷

6.3 Branchestandarder – Dansk Børsmæglerforenings anbefalinger

God skik klausulerne er skønsmæssige standarder, som er genstand for stadig udvikling. Et vigtigt moment i god skik klausulerne er de branchestandarder, som udøves på det regulerede område.²⁸ Dansk Børsmæglerforening er brancheorganisation for medlemmer af Københavns Fondsbørs.²⁹ Børsmæglerforeningen har udarbejdet ”Anbefalinger til regulering af corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel”, der trådte i kraft d. 1. juli 2002.³⁰ Anbefalingerne kan for så vidt betragtes som brancheforeningens eksemplificeringer af indholdet af såvel god værdipapirhandelsskik som god børsskik i relation til dets medlemmer. Anbefalingerne koncentrerer sig om tre forhold:

- (i) *Chinese Walls.*
- (ii) *Aktieanalyser.*
- (iii) *Medarbejderhandel.*

Særligt pkt. (i) og (ii) vil i det følgende være genstand for behandling i samspil med ovenstående retskilder.

7. Analytikerens adgang til udstederinformationer fra corporate finance afdelingen

Der er ikke skarpe grænser for, hvor indgående kontakten må være mellem analytikere og corporate finance afdelingen i relation til udstedere, som modtager rådgivning fra corporate finance afdelingen. Der bør i sådanne situationer sondres mellem informationer, der kan kvalificeres som intern viden, jf. VHL § 34, stk. 2, 1. pkt. og informationer, der er interne, men som ikke er af en sådan karakter, at den kan kvalificeres som værende intern viden i Værdipapirhandelslovens forstand.

Intern viden defineres i VHL § 34, stk. 2, 1. pkt. som ”...ikke offentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningen blev offentliggjort.”

²⁷Jf. Erik Werlauff, Børs- og kapitalmarkedsret, s. 88-89.

²⁸Se om retskildeværdien af branchestandarder, Sten Bønsing, Brancheregler og brancheproses (2001), s. 15ff. og 84ff.

²⁹Børsmæglerforeningen definerer *børsmæglere* som: (i) handleren af værdipapirer, (ii) analytikeren og (iii) corporate finance ansatte. For yderligere informationer om Børsmæglerforeningen se www.dbmf.dk.

³⁰Børsmæglerforeningen, Anbefalinger til regulering af corporate finance- og aktieanalyseaktiviteter samt medarbejderhandel, s. 4ff.

Formålet med VHL § 34, stk. 2, 1. pkt. er at fremme "investorerne tillid til, at de stilles lige, ... (og) skabe og bevare tilliden til det finansielle marked".³¹ Midlet hertil er beskyttelse mod uhæderlig anvendelse af intern viden.³² Som det fremgår af bestemmelsens ordlyd, opstilles der ikke et krav om, at de ikke offentliggjorte oplysninger skal have en potentiel væsentlig betydning for kursdannelsen, hvis oplysningen blev offentliggjort.³³

7.1 Adgang til intern viden, jf. VHL § 34, stk. 2, 1. pkt.

En analytiker kan som udgangspunkt ikke modtage interne viden, uden at analytikeren bliver insider i Værdipapirhandelslovens forstand. Medarbejdere i corporate finance afdelingen, der videregiver intern viden til analytikeren, vil som udgangspunkt være omfattet af tavshedspligt som følge af corporate finance afdelingens interne regler, jf. VHL § 36, stk. 2. Derudover gælder videregivelsesforbudet i VHL § 36, stk. 1, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse (erhverv) eller funktion.³⁴

Det fremgår af Børsmæglerforeningens anbefalinger, at investeringsbanker skal have klare retningslinier for, hvem der må modtage intern viden, og under hvilke betingelser en sådan videregivelse kan ske. Heraf kan udledes, at Børsmæglerforeningen som udgangspunkt anser det for i strid med god børsskik at videregive intern viden, medmindre særlige forhold taler herfor Børsmæglerforeningens anbefalinger, s. 4, 1. punkt.

Modtager en analytiker således informationer fra corporate finance afdelingen, som kan kvalificeres som intern viden i værdipapirhandelslovens forstand, og er en sådan videregivelse ikke nærmere begrundet og/eller i strid med investeringsbankens egne retningslinier på området, vil der være tale om et forhold, der vil være omfattet for § 36, stk. 1 fsva. den pågældende medarbejder i corporate finance afdelingen. Analytikeren vil som konsekvens heraf være at betragte som insider og derfor være afskåret fra at udarbejde nye analyser, indtil den modtagne interne viden er blevet kommunikeret til markedet i form af eksempelvis en fondsbørsmeddelelse, jf. VHL § 27, stk. 1 og 2, eller et prospekt, jf. VHL § 23, stk. 1. Om Finanstilsynet i en sådan sag kan påtale overfor investeringsbanken, at de interne regler ikke sikrede den fornødne uafhængighed, jf. VHL § 36, stk. 2 og den finansielle virksomhedslov §§ 3a og 3b må afgøres konkret.

7.2 Adgang til viden, der ikke er omfattet af § 34, stk. 2, 1. pkt.

³¹Insiderbetænkningen, s. 33, som beskriver formålet med behovet for en definition af intern viden.

³²Insiderbetænkningen, s. 34. Se også Boye Jacobsen og Kim Sparlund, Nye regler om insiderhandel, R&R 1991, nr. 7, s. 13, der anfører, at hensigten er at ramme uhæderlig adfærd.

³³Jf. Paul Krüger Andersen og Nis Jul Clausen, Børsretten, s. 365-366, Schaumburg-Müller, Peer, Børsretlig guide, s. 134-135. Se modsat, Jesper Lau Hansen, Informationsmisbrug, s. 286. Afhandlingen er anmeldt af, Mogens Koktvedgaard, UfR 2001B.372ff.

³⁴Se om sanktioner i forbindelse med insider trading, Jesper Lau Hansen, Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, s. 265ff. optrykt i Förhandlingarna vid Det 36 nordiska juristmötet i Helsingfors 15-17 augusti 2002, Del I.

Situationen beskrevet ovenfor er forholdsvis klar, idet der er tale om misbrug af intern viden, jf. § 34, stk. 2, 1. pkt. Dansk værdipapirhandelsret opererer ikke med et krav om væsentlighed ved vurderingen af, om en information skal kvalificeres som intern viden. Det betyder imidlertid ikke, at enhver information er omfattet. Der er stadig et krav om potentiel kurssensitivitet. Der er derfor tvivlsomt at lade en hvilken som helst monopolistisk information være omfattet af § 34, stk. 2, 1. pkt. Følgende eksempel kan illustrerer sondringen.

Eksempel 1.

*2 dage forinden afholdelse af en pressekonference hos en udsteder, som corporate finance afdelingen bistår med en konkret ikke-offentliggjort transaktion, ringer en medarbejder fra corporate finance afdeling til analyseafdelingens analytiker, der følger udstederens industrisegment. Den corporate finance ansatte anbefaler analytikerne af dukke op på pressemødet, fordi " ...du vil ikke som analytiker blive skuffet, hvis du dukker op". Udstederen har ikke offentliggjort en fondsbørsmeddelelse siden den seneste kvartalsmeddelelse. Umiddelbart forinden pressemødet fremsendes en fondsbørsmeddelelse, der oplyser, at udstederens ledelse har modtaget et betinget (90% køb af samtlige aktier) købstilbud på økonomisk favorable vilkår (3*dagskursen) på samtlige aktier. Køber er den dominerende spiller i industrisegmentet. Corporate finance afdelingen bistår udstederens ledelse med at tage stilling til tilbudet.*

Det vil næppe være i strid med gældende ret, hvis den af corporate finance medarbejderen givne information ikke kvalificeres som intern viden i henhold til VHL § 34, stk. 2, 1. pkt. Samtidig er der næppe nogen tvivl om, at en sådan informationsafgivelse umiddelbart forekommer uhæderlig, idet ingen andre aktører i markedet foruden investeringsbanken og udstederen (og dennes øvrige rådgivere) har adgang til den samme information. Den eneste grund til at analytikeren modtager informationen er, at denne er ansat samme sted som den corporate finance ansatte.

Udfra et markedstillidsperspektiv synes de Børssetiske Reglers § 1 om god børsskik at kunne anvendes. Corporate finance afdelingens selektive informering af analyseafdeling er formentligt i stand til at skade opfattelsen af såvel markedets integritet som investorbeskyttelsen. Derudover forekommer forholdet være i strid med Børsmæglerforeningens egne anbefalinger. Den afgivne information burde ikke være formidlet til analytikeren, ligesom informationen giver analytikeren indtrykket af eller mistanke om, at corporate finance afdelingen har modtaget et ikke offentliggjort opdrag fra den relevante udsteder, jf. Børsmæglerforeningens anbefalinger, s. 4 og 5, punkt 1 og 3. Såfremt det derfor vurderes, at informationen er for ukonkret og ikke besidder den fornødne potentielle kurssensitivitet, jf. VHL § 34, stk. 2, 1. pkt., vil markedsintegriteten kunne beskyttes ved at gøre brug af generalklausulen god børsskik. Endelig kan det overvejes, om forholdet kan betragtes som et brud på god værdipapirhandlerskik, idet investeringsbankens forskellige afdelinger ikke udadtil fremstår som uafhængige, når corporate finance afdelingen forsyner analytikerafdelingen med informationer i strid med god børsskik, jf. den finansielle virksomhedslov §§ 3a og 3b.

7.3 Gråzone

Det er ikke altid helt åbenbart, hvornår en analytiker er forhindret i at modtage informationer fra corporate finance afdelingen. Dette kan illustreres ved følgende eksempel.

Eksempel 2.

Corporate finance afdelingens kunde, der er udsteder på Fondsbørsen, gennemfører en overtagelse af en anden udsteder på Fondsbørsen. Efter overtagelsen er blevet behørigt offentliggjort, giver en medarbejder i corporate finance afdelingen sin kollega i analytikerafdelingen en pointe, som enhver anden analytiker vil have adgang til via offentlig tilgængelig information – disse informationer er kommunikeret i nøjagtige, tydelige og fyldestgørende fondsbørsmeddelelser. Den modtagne pointe forenkler analytikerens arbejde, og sætter analytikeren i stand til hurtigere end konkurrenterne at fremkomme med et kvalificeret analyseresultat.

Der er på den ene side ingen tvivl om, at corporate finance medarbejderen er i stand til at ”tippe” sin analytikerkollega, fordi corporate finance afdelingen har modtaget opdrag fra udstederen. Analytikeren er således primært i stand til at samle sin informationsmosaik hurtigere end konkurrenterne som følge af tippet.

Der er på den anden side heller ikke tvivl om, at de modtagne informationer ikke længere er interne i Værdipapirhandelslovens forstand. Corporate finance medarbejderen samler alene informationsmosaikken for analytikeren pba. offentliggjorte informationer.

Om et sådant forhold er omfattet af de Børsetiske Reglers § 1 er uklart. Forholdet kan imidlertid anskues med udgangspunkt i god værdipapirhandlerskik. Hvis det forudsættes, at markedet får kendskab til corporate finance afdelingens tipning af analytikeren, svækkes investorenes markedstillid og tiltro alt andet lige til, at investeringsbankernes afdelinger er uafhængige af hinanden. I så fald vil der formentligt være tale om en overtrædelse af den finansielle virksomhedslov § 3a, stk. 1, nr. 3 og 4 og § 3b, stk. 1, nr. 2. Eksemplet kan derfor forsøges løst vha. generalklausulen god værdipapirhandlerskik.

Resultatet er imidlertid ikke åbenbart. Den eneste vejledning er, at samtalerne mellem analytikere og corporate finance medarbejdere ikke må give anledning til, at analytikeren får mistanke om corporate finance afdelingens konkrete opdrag.³⁵ Er såvel analytikeren som corporate finance medarbejderen i tvivl, bør de rette henvendelse til investeringsbankens compliance funktion i overensstemmelse med Børsmæglerforeningens anbefalinger s. 5, 1. punkt.

8. Analytikerens wall crossing

Analytikere kan som udgangspunkt bistå corporate finance afdelingens i forbindelse med sidstnævntes konkrete opdrag. Investeringsbanken skal imidlertid stadig sikre sig, at der ikke mellem de forskellige afdelinger opstår interessekonflikter, jf. den finansielle virksomhedslov §§ 3a, stk. 1, nr. 4. og 3b, stk. 1, nr. 2. Dertil kommer Børsmæglerforeningens anbefaling om klare regler for en analytikers wall crossing, herunder hvordan analytikeren skal optræde, og hvornår den wall crossed analytiker kan genoptage sin primære funktion som analytiker i relation til de aktier, som den konkrete corporate finance transaktioner vedrører, jf. Børsmæglerforeningens anbefalinger s. 6, 1. punkt.

³⁵Se for en tilsvarende opfattelse efter norsk ret, Erling Christiansen, Analyser og corporate-opdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, nr 2/2002, 12.

Analytikere kan derfor bistå corporate finance afdelingen, så længe bistand ydes under regulerede forhold, der tilgodeser og sikrer (i) kundernes og værdipapirmarkedets integritet, og (ii) at investeringsbankens afdelinger opererer uafhængigt af hinanden, jf. den finansielle virksomhedslov §§ 3a, stk. 1, nr. 4. og 3b, stk. 1, nr. 2, de Børsetiske Reglers § 2..

9. Investeringsbankens tiltag ved wall crossing

Det skal imidlertid understreges, at wall crossing kræver omhyggeligt udarbejdede retningslinier. Wall crossing bør derfor ikke ske på ad hoc basis. I de tilfælde hvor corporate finance afdelingens deltagelse i en transaktion er fortrolig, vil en analytikers overgang til corporate finance afdelingen eksempelvis kunne vække mistanke blandt de øvrige analytikere. Det bør derfor alene være i særlige situationer, at wall crossing forekommer. Ellers er der risiko for, at Fondsbørsen og Finanstilsynet efter omstændigheder finder handlingerne i strid med henholdsvis god børsskik og god værdipapirhandlerskik.

Samtidig skal det understreges, at analytikeren efter en wall crossing er underlagt de samme begrænsninger (og interne regler) som corporate finance medarbejdere. Analytikeren må således ikke føre samtaler med sine ”gamle” analytikerkollegaer om forhold, der kan give anledning til mistanke om den konkrete transaktion. Der kan opstå gråzoner, hvor en enkelt information, der ikke kan kvalificeres som intern viden, jf. VHL § 34, stk. 2, 1. pkt., i stedet rammes af generalklausulerne god værdipapirhandlerskik og god børsskik. Årsagen hertil er, at informationen i hænderne på en sofistikeret analytiker kan give denne en konkurrencefordel, som potentielt kan skade investorernes tillid til markedet og investeringsbankernes uafhængighed. Er den relevante wall crossing således konkret og sagligt begrundet, og håndteres situationen stadigt og omhyggeligt i henhold til velovervejede retningslinier, kan wall crossing være til fordel for såvel investeringsbanken som dennes kunder.

10. Analytikerens genoptagelse af analysevirksomhed

Når transaktionen er slut, vil analytikeren typisk igen laver en wall crossing – denne gang tilbage til analyseafdelingen. Spørgsmålet er herefter, om analytikeren må påbegynde sine analyseaktiviteter igen uden en karantæneperiode – en såkaldt *black out* periode – eller om analytikeren i en defineret periode ikke kan analysere den udsteder, som var opdragsgiver i corporate finance transaktionen. Der bør i den forbindelse sondres mellem to situationer. Den første situation er analyseaktiviteter i tidspunktet inden eksempelvis et prospekts offentliggørelse men efter dets udarbejdelse. Den anden situationen relaterer sig til tiden efter udbudets gennemførelse. Disse to situationer analyseres i det følgende.

10.1 Analyseaktiviteter forinden prospektets offentliggørelse

Såvel Noteringsforpligtelserne som Børsmæglerforeningens anbefalinger adresserer investeringsbankens muligheder for at udsende analyser i tilknytning til eksempelvis

prospektoffentliggørelse, jf. Noteringsforpligtelsernes Del II, afsnit 2, § 5, stk. 5 og Børsmæglerforeningens anbefalinger, s. 7, 3. punkt.³⁶

Eksempelvis i Norge er det markedspraksis, at en investeringsbank i forbindelse med offentliggørelse af et prospekt udsender en analyse af udstederen med bistand af den wall crossed analytiker. Der stilles i den forbindelse krav om, at investeringsbanken behørigt informerer om såvel corporate finance afdelingens som analytikerens konkrete roller i den sammenhæng. Markedet skal have fuld indsigt i alle relevante forhold.³⁷

Der foreligger ikke p.t. offentliggjorte data, der udtaler sig om markedspraksis i Danmark. Imidlertid foreslår Børsmæglerforeningen i sine anbefalinger, s. 6, punkt 2, at investeringsbanken udarbejder retningslinier, der netop tager sigte på en sådan situation. Respekteres VHL § 36, stk. 2, og oplyses markedet behørigt om analytikerens rolle i forbindelse med corporate finance afdelingens opdrag, synes der ikke umiddelbart at være grund til at forsøge at begrænse en sådan aktivitet med generalklausulerne om god værdipapirhandlerskik og god børsskik, jf. den finansielle virksomhedslov §§ 3a og 3b og de Børsetiske Reglers § 1.

10.2 Analyseaktiviteter efter udbudets gennemførelse

Når tilknytningen til corporate finance afdelingen er afsluttet – eksempelvis ved udbudets endelige gennemførelse og tildeling af de udbudte værdipapirer – ændrer analytikerens funktion igen karakter. En wall crossed analytiker har alt andet lige altid et bedre billede af udstederen end markedet generelt, selvom der er udarbejdet et behørigt prospekt, jf. § 23, stk. 1 samt bestemmelserne herom i Prospektbekendtgørelsen. Derfor kan der til en efterfølgende wall crossing opstå mistanke i markedet om, at analytikeren udnytter eventuelle informationsfordele.

Børsmæglerforeningens anbefaling i en sådan situation er, at investeringsbanken udarbejder retningslinier for wall crossed analytikerens muligheder for genoptagelse af aktiviteter i relation til den udsteder, som analytikeren har bistået corporate finance

³⁶I henhold til § 5, stk. 5 skal analyser udarbejdet af udstederens finansielle formidlere i forbindelse med offentliggørelsen af et prospekt indsendes til Københavns Fondsbørs, så snart de foreligger. Børsmæglerforeningens anbefalinger foreskriver, at en investeringsbank, der er involveret i eksempelvis en børsintroduktion, ikke bør udsende analyser om udstederen i en periode, der begynder senest 7 dage før offentliggørelse af prospektet og varer indtil tidligst 30 dage efter, at tildelingen af aktier til investorerne er gennemført. Udover at have sigte på ønsket om materielt rigtige prospekter kan § 5, stk. 5 og Børsmæglerforeningens anbefaling ligeledes tolkes således, at Københavns Fondsbørs og Børsmæglerforeningen er opmærksomme på de potentielle interessekonflikter, der kan være, når analytikere laver *wall crossing* og herved, at investeringsbanker kan have særskilte interesse i, at udstederens udbudte værdipapirer bliver aftaget. Er der således væsentlige informationer i en finansiell analyse, som ikke er medtaget i prospektet, kan sådanne forhold således adresseres af Københavns Fondsbørs (der kan videregive sagen til Finanstilsynet), ligesom Børsmæglerforeningen kan påtale forholdet overfor sit medlem. Se for en behandling af § 5, stk. 5, Dan Moalem og David Moalem, Nye regler for notering på Københavns Fondsbørs, 2002, nr. s. 151.

³⁷Jf. Erling Christiansen, Analyser og corporate-opdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for Forretningsjus, nr. 2/2002, 14.

afdelingen med at rådgive. Herudaf kan formentligt tolkes, at Børsmæglerforeningen anbefaler medlemmerne, at de opererer med en black out periode. En black out periode indebærer, at analytikeren i en nærmere angivet periode ikke må afgive konkrete anbefalinger i relation til den pågældende udsteder. Begrundelsen for black out perioder er, at analytikeren alt andet lige har en mere detaljeret informationsmosaik vedrørende udstederen end markedet generelt som følge af dennes adgang til fortrolig – og ofte intern – viden om udstederen i prospektfasen.

Længden af black out perioden er ikke nærmere beskrevet i Børsmæglerforeningens anbefalinger. Det norske Fondsmæglerforbund anbefaler dets medlemmer, at analytikere ikke udarbejder analyser om udstedere, som de har bistået i corporate finance sammenhænge, indtil informationsfordelen har udjævnet sig i markedet, eller der er gået mindst 6 måneder, jf. Fondsmæglerforbundets anbefaling nr. 3/1998, pkt. 2.

Henset til markedstilliden og investorbeskyttelsen forekommer ovenstående anbefaling velbegrundet. Der vil desuden formentligt ikke være den store forskel mellem danske investeringsbankers konkrete retningslinier og det norske Fondsmæglerforbundets anbefalinger. Er denne forudsætning korrekt, må der som minimum stilles krav om, at en analytiker underlagt dansk ret ikke udarbejder analyser om en udsteder, førend markedet har modtaget en periodisk regnskabsmeddelelse, jf. Noteringsforpligtelsernes § 25 og Betingelsesbekendtgørelsens kapitel 6. Overholdes dette krav ikke, kan det resultere i, at analytikeren overtræder videregivelsesforbudet i VHL § 36, stk. 1, jf. § 94, stk. 1. Investeringsbanken kan ligeledes i denne situation have handlet i strid med god værdipapirhandlerskik ved ikke at have forebygget situationen i form af adækvate interne regler.

Informationsudkligningen relaterer sig ikke nødvendigvis til den enkeltstående potentielt kurssensitive information, jf. VHL §§ 27, stk. 1 og 34, stk. 2, 1. pkt. En række mindre - men hver for sig ikke potentielt kurssensitive – informationer, der samlet kan bibringe investorerne et mere komplet billede og derved opnå potentiel kurssensitivitet bør også være omfattet af forbudet. Primært fordi formålet med værdipapirhandelsretlig regulering er at sikre markedstilliden og investorbeskyttelsen. Derfor er det tilrådeligt, at analytikeren og investeringsbanken udviser tilbageholdenhed i deres fortolkning af, hvornår der er sket informationsudkligning. Forhold, der måske ikke umiddelbart er omfattet af VHL § 27, stk. 1 og 34, stk. 2, 1. pkt., kan efter en konkret vurdering udmærket være i strid med eksempelvis god børsskik, jf. de Børsetiske Reglers § 1.

11. Afsluttende bemærkninger

Efter et årti med hektisk markedsaktivitet går 2002 formentligt over i historien som et af de dårligste år målt på aktiviteten på værdipapirmarkedet. Dertil kommer en række finansskandaler, hvoraf Enron-skandalen har påkaldt sig størst opmærksomhed. Blandt andet som følge af store aktiefald er der kommet fokus på forholdet mellem analytikere og corporate finance afdelinger og disses forhold til deres respektive kunder. På baggrund af gennemgangen af den retlige regulering af fire udvalgte forhold konkluderes, at investeringsbanker skal være opmærksomme på interessekonflikter mellem på den ene side corporate finance og analytikerafdelingerne og op den anden side investeringsbanken

som sådan og dennes kunder (investorer og udstedere). Sådanne interessekonflikter opstår bl.a. som følge af investeringsbankernes aflønningsstruktur, men også som følge af muligheden for wall crossing mellem corporate finance og analytikerafdelingerne. Investeringsbankerne skal i forbindelse med wall crossing være opmærksomme på såvel værdipapirhandelslovens regler om informationsmisbrug som god værdipapirhandelsskik og god børsskik, jf. henholdsvis den finansielle virksomhedslov § 3a og 3b samt de Børsetiske Reglers § 1. Børsmæglerforeningen har per 1. juli 2002 udstedt anbefalinger på området, hvilket sammen med EU's overvejelser i samme retning indikerer, at interessekonflikter mellem investeringsbanker og kunderne har stor betydning for tilliden til markedet og investorbeskyttelsen. Det anbefales derfor investeringsbanker at være særdeles opmærksomme på udarbejdelsen og opdatering af interne regler for håndtering af potentiel kurssensitiv information og potentielle interessekonflikter.

This document was created with Win2PDF available at <http://www.daneprairie.com>.
The unregistered version of Win2PDF is for evaluation or non-commercial use only.