



Betænkning om insiderhandel

Betænkning om insiderhandel

Publikationen kan hentes på Finanstilsynets hjemmeside:
www.finanstilsynet.dk

ISBN elektronisk udgave: 978-87-7862-138-2

Finanstilsynet

Århusgade 110

2100 København Ø

Tlf: 33 55 82 82

Finanstilsynet@ftnet.dk

www.finanstilsynet.dk

Betænkning om insiderhandel

Betænkning nr. 1521
Juli 2010

Indholdsfortegnelse

Afsnit I: Baggrunden for betænkningens udarbejdelse	8
Kapitel 1 – Udvalgets kommissorium og sammensætning.....	8
1.1. Udvalgets kommissorium	8
1.2. Udvalgets sammensætning.....	9
Kapitel 2 – Betænkningens struktur og afgrænsning.....	11
2.1. Betænkningens struktur.....	11
2.2. Afgrænsning af behandlede emner	11
Kapitel 3 – Sammenfatning.....	13
Afsnit II: Gældende ret.....	17
Kapitel 4 – Hensyn bag reglerne om insiderhandel	17
4.1. Indledning	17
4.2. Baggrunden for reguleringen	17
4.2.1 Hensynet til markedet	18
4.2.2 Hvordan sikres markedet?.....	18
4.2.3. Balancen mellem forskellige markedsretlige hensyn.....	19
Kapitel 5 – EU-retten.....	21
5.1. Indledning	21
5.2. Direktiv om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel (insiderdirektivet).....	21
5.3. Den finansielle handlingsplan.....	22
5.3.1. Lamfalussy-processen.....	23
5.3.2. Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR).....	24
5.4. Direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)	25
5.4.1. Markedsmisbrugsdirektivets forbud mod insiderhandel.....	25
5.4.2. Situationer der ikke er omfattet af direktivets forbud	26
5.5. Forbuddets anvendelsesområde	28
5.6. EU-Domstolens praksis.....	30
5.6.1. EU-Domstolens afgørelse i sag C-28/99 (Verdonck)	30
5.6.2. EU-Domstolens afgørelse i sag C-384/02 (Grøngaard og Bang)	32
5.6.3. EU-Domstolens afgørelse i sag C-391/04 (Georgakis).....	37
5.6.4. EU-Domstolens afgørelse i sag C-45/08 (Spector Photo Group NV)	40
Kapitel 6 – Dansk ret	45
6.1. Indledning	45
6.1.1. Lov om Københavns Fondsbørs – 1986	45
6.1.2. Betænkning af 1991 om insiderhandel.....	46
6.1.3. Lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs – 1991	47
6.1.4. Lov om værdipapirhandel m.v. – 1995	49
6.1.5. Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. – 2004.....	51
6.2. Forbuddets anvendelsesområde	56
6.3. Retspraksis	58
6.3.1. Højesterets dom i Midtbank-sagen	59
6.3.2. Gældende dansk ret efter Midtbank-sagen.....	65
6.3.2.1. Beviset for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel	66
6.3.3. Relevante administrative afgørelser.....	68
6.3.3.1. Afgørelse af 12. juli 2004 om kapitalforvaltning.....	68
6.3.3.2. Afgørelse af 19. august 2004 om medarbejderoptioner	69

Afsnit III: Udvalgets vurderinger.....	71
Kapitel 7 – Intern viden.....	71
7.1. Indledning	71
7.2. Fastlæggelse af intern viden.....	71
7.2.1. Specifikke oplysninger.....	72
7.2.2. Mærkbar betydning for kursdannelsen	73
7.3. Intern viden i konkrete tilfælde	75
7.3.1. Viden om egne contra andres forhold	75
7.3.2. Viden om markedsforhold	76
7.3.3. Særlige typer af værdipapirer.....	76
7.3.3.1. Begrebet »intern viden« i forhold til andre typer af værdipapirer	77
7.3.3.2. Aktier	78
7.3.3.3. Realkreditobligationer.....	78
7.4. Hvornår skal intern viden offentliggøres?	79
7.5. Besiddelse af intern viden	82
Kapitel 8 – Benyttelse af intern viden	83
8.1. Indledning	83
8.2. Benyttelse af intern viden	83
8.3. Tilfælde der ikke er omfattet af forbuddet mod benyttelse af intern viden	85
8.3.1. Markedsmisbrugsdirektivets 18. indledende betragtning	86
8.3.2. Markedsmisbrugsdirektivets 29. indledende betragtning	86
8.3.3. Markedsmisbrugsdirektivets 30. indledende betragtning	87
8.3.4. Markedsmisbrugsdirektivets artikel 8 og 33. indledende betragtning	88
8.4. Udvalgets vurdering og konklusion vedrørende benyttelse	89
8.5. Fuldbgyrdelse.....	90
Kapitel 9 – Udstrækningen af forbuddet. En beskrivelse af relevante praktiske situationer	93
9.1. Indledning	93
9.2. Undladelse af at gennemføre en handel	93
9.3. Handel mod den interne viden	93
9.4. Informationsparitet.....	94
9.5. Tvangsmæssigt salg	95
9.6. Fusioner, spaltninger og overtagelsestilbud.....	96
9.7. Andres råden over porteføljen og andre elementer, der tilsiger, at der ikke foreligger benyttelse	99
9.7.1. Når rådigheden over porteføljen er overgivet til andre	100
9.7.2. Investeringer som følger en på forhånd fastlagt plan.....	101
9.7.3. Tilbagekaldelse	102
9.8. Optioner og andre betingede rettigheder.....	103
9.9. Realisation af pant.....	105
9.10. Aktielån.....	106
9.11. Særlige forhold for obligationer.....	107
9.11.1. Handel i illikvide realkreditobligationer	107
9.11.2. Sædvanlige lånetransaktioner	108
9.12. Informationsbarrierer	109
9.13. Sammenfattende betragtninger vedrørende benyttelse	111
Afsnit IV: Udvalgets konklusioner	112
Kapitel 10 – Konklusion	112

10.1. Forståelsen af forbuddet mod insiderhandel i EU-retten	112
10.2. Det danske forbuds forhold til EU-retten.....	112
10.3. Udvalgets tillægskommissorium.....	114
Afsnit V: Bilagsoversigt	115

Afsnit I: Baggrunden for betænkningens udarbejdelse

Kapitel 1 – Udvalgets kommissorium og sammensætning

1.1. Udvalgets kommissorium

Udvalgets kommissorium er følgende:

»Højesteret afsagde den 22. december 2004 dom i den såkaldte Midtbank-sag. Sagen drejede sig om, hvorvidt Midtbank A/S og ledelsen i selskabet havde overtrådt reglerne om insiderhandel ved at tilbagekøbe egne aktier på et tidspunkt, hvor selskabet lå i forhandlinger om overtagelse med Svenska Handelsbanken. Højesteret stadfæstede landsrettens afgørelse og frifandt de tiltalte i sagen. De tiltalte var blevet dømt i byretten.

Højesteret lagde vægt på, at oplysningerne om de igangværende forhandlinger med Svenska Handelsbanken var intern viden, men at Midtbank A/S's tilbagekøb af egne aktier var almindelig forretningsmæssig adfærd, og at der ikke var sket uhæderlig anvendelse af intern viden. Højesteret konkluderede derfor, at de tiltalte ikke havde overtrådt forbuddet mod insiderhandel.

Højesteretsdommen har således fastslået, hvad retsstillingen er med gældende lov. Sagen har imidlertid rejst spørgsmålet – bl.a. fra flere organisationer og eksperter – om de gældende regler er tilstrækkeligt klare og præcise.

På den baggrund nedsættes derfor et udvalg, der har til opgave at udrede, om der er behov for at ændre forbuddet mod insiderhandel og undtagelserne til forbuddet. Udvalget skal foretage en beskrivelse og vurdering af de hensyn, som er af væsentlig betydning for lovgivningen om insiderhandel.

Udvalget skal gennemgå og vurdere gældende ret på området, herunder de seneste lovændringer samt den foreliggende retspraksis.

Udvalget skal i sin gennemgang inddrage de EU-retlige forpligtelser i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 29. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrugsdirektivet). Udvalget skal herunder undersøge, hvordan markedsmisbrugsdirektivet er gennemført i udvalgte andre lande.

Hvis udvalget finder, at der er behov for at ændre de gældende regler, skal udvalget komme med konkrete forslag til de fornødne lovændringer.

Udvalget skal fremlægge sin rapport senest maj 2006.

Udvalget udpeges af økonomi- og erhvervsministeren og sammensættes af:

- Formand

- Repræsentant med juridisk ekspertise på værdipapirhandelsområdet
- 1 medlem udpeget efter indstilling af DI/Danmarks Rederiforening
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Finansrådet/Børsmæglerforeningen
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Forsikring & Pension
- 1 medlem udpeget efter indstilling af ATP/LD
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Københavns Fondsbørs
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Statsadvokaturen for Særlig Økonomisk Kriminalitet
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Forbrugerrådet/Dansk Aktionærforening
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Justitsministeriet
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Realkreditrådet
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Dansk Autoriseret Markedsplads
- 1 medlem udpeget efter indstilling af Advokatrådet
- 2 medlemmer udpeget efter indstilling af Økonomi- og Erhvervsministeriet

Sekretariatsfunktionen varetages af Økonomi- og Erhvervsministeriet.«

Økonomi- og erhvervsministeren har efterfølgende givet tilladelse til, at udvalgets rapport fremlægges på et senere tidspunkt.

Økonomi- og erhvervsministeren har den 8. februar 2007 udvidet udvalgets kommissorium med henblik på en nærmere afklaring af, hvorvidt optionsordninger og lignende incitamentsordninger kan anvendes af ledelsen i et offentligt handlet selskab til at påvirke kursen ud fra privatøkonomiske betragtninger, der ikke nødvendigvis er i markedets interesse som helhed.

1.2. Udvalgets sammensætning

Til formand for udvalget udpegedes professor, dr. jur. Jan Schans Christensen. Udvalget, hvis medlemmer blev udnævnt i juni 2005, fik følgende sammensætning:

- Professor dr. jur. Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet (juridisk ekspert)
- Chefkonsulent Jens Valdemar Krenchel, DI (DI/Danmarks Rederiforening). Senere konsulent Morten Qvist Fog, DI
- Vicedirektør Erik Sevaldsen, Danske Bank (Finansrådet/Børsmæglerforeningen)
- Kontorchef, cand. jur. Jane Emke, Forsikring & Pension (Forsikring & Pension)
- Forhenværende fondschef Birthe Werner, ATP/LD
- Underdirektør Erik Bruun Hansen, NASDAQ OMX Copenhagen A/S (NASDAQ OMX Copenhagen A/S)
- Statsadvokat Jens Madsen, Statsadvokaturen for Særlig Økonomisk Kriminalitet (Statsadvokaturen for Særlig Økonomisk Kriminalitet)
- Direktør Lars Schjødt (Forbrugerrådet/Dansk Aktionærforening)
- Konsulent Nikolaj Aarø-Hansen. Senere konsulent Dan Bjerring, og nu kontorchef Freja Sine Thorsboe, alle Justitsministeriet (Justitsministeriet)
- Advokat Pernille Skov Svanholm, BRF Kredit A/S (Realkreditrådet)
- Bestyrelsesformand Bent Mebus, Dansk Autoriseret Markedsplads A/S (Dansk Autoriseret Markedsplads A/S)
- Partner, advokat, ph.d. David Moalem, Deloitte (Advokatrådet)

- Statsautoriseret Revisor Jesper Kofoed, KPMG (Foreningen af Statsautoriserede Revisorer)
- Chefkonsulent Pernille Gram Christensen, Økonomi- og Erhvervsministeriet. Senere specialkonsulent Anders Fugmann og fuldmægtig Ole Jørgensen, begge Økonomi- og Erhvervsministeriet
- Kontorchef Malene Stadil, Finanstilsynet. Senere vicedirektør Peter Sylvest Larsen, som blev efterfulgt af kontorchef Mark Andrew Rønnenfelt og vicedirektør Julie Galbo, alle Finanstilsynet.

Udvalgets sekretærer har været:

- Fuldmægtig Kasper Holst, Finanstilsynet
- Specialkonsulent Bettina Høstrup, Finanstilsynet
- Fuldmægtig Caspar Møller, Finanstilsynet
- Fuldmægtig Stefan Gotfredsen, Finanstilsynet
- Fuldmægtig Rasmus Buchholtz Rørdam, Finanstilsynet
- Fuldmægtig Jacob Ehlerth Jørgensen, Finanstilsynet
- Specialkonsulent Jan Staal Andersen, Finanstilsynet
- Specialkonsulent Ulrik Løgtholdt Poulsen, Finanstilsynet
- Specialkonsulent Camilla Rolien Bang, Finanstilsynet
- Specialkonsulent Mette Tidemann Juul, Finanstilsynet

Udvalget påbegyndte arbejdet den 24. juni 2005. Der har været afholdt i alt 19 møder. Udvalget har afsluttet arbejdet med nærværende betænkning den 29. juni 2010.

Afsnit I: Baggrunden for betænkningens udarbejdelse

Kapitel 2 – Betænkningens struktur og afgrænsning

2.1. Betænkningens struktur

Betænkningen er inddelt i 4 hovedafsnit.

Afsnit I omhandler baggrunden for betænkningens udarbejdelse og beskriver betænkningens opbygning.

Afsnit II beskriver gældende ret og indeholder primært en gennemgang af dansk ret og EU-retten. Afsnittet indeholder også en kort beskrivelse af hensynene bag reglerne om insiderhandel.

Afsnit III indeholder udvalgets vurderinger. Afsnittet er opbygget således, at begrebet intern viden og spørgsmålet om besiddelse af intern viden vurderes. Herefter vurderes forbuddet mod benyttelse af intern viden. Afslutningsvis gennemgås en række eksempler på praktiske situationer, der alle relateres til forbuddet mod benyttelse af intern viden. I forbindelse med behandlingen af optionsordninger i praksiseksemplerne vil udvalgets tillægskommissorium blive behandlet.

Afsnit IV indeholder udvalgets konklusioner.

Som bilag til betænkningen er optaget notat fra Realkreditrådet om kursdannelsen på realkreditobligationer. Ligeledes er uddrag af udenlandsk ret vedrørende insiderhandel optaget som bilag for at illustrere andre EU-landes og Norges¹ gennemførelse af forbuddet mod insiderhandel.

2.2. Afgrænsning af behandlede emner

Det fremgår af udvalgets kommissorium, at formålet med udvalgets arbejde er at beskrive hensynene bag forbuddet mod insiderhandel samt vurdere, om det EU-retlige forbud mod insiderhandel, der blev indført med markedsmisbrugsdirektivet, er gennemført korrekt i dansk ret.

Udvalget har på baggrund af sit kommissorium valgt at fokusere på de principielle aspekter af forbuddet mod insiderhandel for derved at klargøre forbuddets indhold og rækkevidde, hvorfor en række afgrænsede emner ikke behandles eller kun behandles sporadisk. Eksempelvis er reglerne i værdipapirhandelslovens § 27 om offentliggørelse af intern viden i praksis meget tæt knyttede til reglerne om insiderhandel, men reglerne vil kun i mindre omfang blive behandlet i betænkningen. Tilsvarende gælder forbuddet i værdipapirhandelslovens § 39 mod kursmanipulation, der i lighed med insiderhandel udgør markedsmisbrug, men som falder uden for udvalgets kommissorium. Når udvalget i denne betænkning henviser til, at et forhold kan udgøre kursmanipulation, har udvalget således alene påpeget denne risiko, men har ikke taget stilling til forholdet i øvrigt.

¹ Markedsmisbrugsdirektivet er ved afgørelse truffet af Det Blandede EØS-udvalg nr. 38/2004 af 23. april 2004 optaget som bilag til EØS-aftalen og finder derfor også anvendelse på Norge.

I forbindelse med udarbejdelsen af betænkningen har udvalget undersøgt reguleringen i en række andre lande. Udvalget har af hensyn til betænkningens omfang begrænset gennemgangen til at omfatte reglerne i England, Tyskland, Sverige, Norge og Finland. Disse lande er udvalgt på baggrund af, at Danmark har en tæt geografisk og samhandelsmæssig tilknytning til disse lande. For så vidt angår Finland og Sverige har det for udvælgelsen også haft betydning, at der er et tæt samarbejde mellem de regulerede markeder i Danmark, Finland og Sverige.

Derudover har udvalget valgt at begrænse sin gennemgang af praksis til afgørelser og domme, der har direkte tilknytning til spørgsmålet om insiderhandel.

Afsnit I: Baggrunden for betænkningens udarbejdelse

Kapitel 3 – Sammenfatning

EU's finansielle markeder har i de senere år gennemgået store forandringer. Integrationen af markederne har for alvor taget fart, og finansielle produkter handles i stadig stigende grad på tværs af landegrænser samtidig med, at der tilbydes nye og fortsat mere komplicerede finansielle produkter.

Der er på de finansielle markeder en samfundsmæssig interesse i, at handler indgås åbent og retfærdigt, således at investorernes tillid til markedets funktion og integritet bevares. Derfor har der længe været regler, der skal reducere forekomsten af handler, der gennemføres på baggrund af kurspåvirkende ikke-offentliggjorte oplysninger (insiderhandel).

Et forbud mod insiderhandel blev første gang introduceret i Danmark i 1979, hvor Københavns Fondsbørs udstedte et sæt etiske regler. De etiske regler var dog ikke bindende for Fondsbørsens medlemmer, og et egentligt forbud mod insiderhandel blev først indført ved lov om Københavns Fondsbørs i 1986. Reglerne om insiderhandel blev ændrede i 1991 ved gennemførelsen af insiderdirektivet, og de fik ny placering, da man i 1995 ophævede lov om Københavns Fondsbørs og vedtog lov om værdipapirhandel m.v. I 2005 skete der endnu en ændring af reglerne om insiderhandel. Denne gang skete det på baggrund af gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet.

Det gældende forbud mod insiderhandel, som det fremgår af markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, består af to elementer: først fastlægges begrebet *intern viden*, dernæst forbydes *benyttelsen* af en sådan intern viden. *Besiddelse* af intern viden i forbindelse med erhvervelse eller afhændelse af finansielle instrumenter er således ikke i sig selv nok til, at forbuddet kan anses for overtrådt. For at en person kan siges at overtræde forbuddet, skal personen tillige *benytte* den interne viden. At forbuddet har disse to bestanddele blev bl.a. fremhævet af EU-Domstolen i Georgakis-sagen (C-391/04) og Spector Photo Group-sagen (C-45/08).

Forbuddet mod insiderhandel fremgår af § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., hvorefter køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir ikke må foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handlen.

Ved intern viden forstås specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. Den interne viden er specifik, hvis oplysningerne er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende begivenheds forventede indvirkning på kurserne. Kravet om, at den interne viden mærkbart vil kunne påvirke kursen indebærer ikke, at kursen faktisk skal være påvirket, men er opfyldt, hvis en fornuftig investor må antages at ville benytte oplysningerne som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Intern viden må således siges at udgøre en informationsmæssig fordel i forhold til de andre aktører på markedet, herunder insiderens medkontrahent. Det er fastslået af EU-Domstolen i Spector Photo Group-sagen, at benyttelse af intern viden indebærer, at man søger at opnå den fordel, som den interne viden udgør. Heri ligger ikke et krav om, at fordelene faktisk opnås.

Når en person er i besiddelse af intern viden, må personen antages at kunne træffe beslutninger om at handle på et bedre grundlag end de øvrige aktører på markedet. Handler en person på et tidspunkt, hvor vedkommende er i besiddelse af intern viden, vil der ud fra den særlige definition af begrebet intern viden være en formodning for, at den interne viden har været af betydning for den pågældendes beslutning om at handle, altså at den interne viden er blevet benyttet ved handlen, og forbuddet er dermed overtrådt. Det afgørende er, om personen foretager en markedstransaktion på grundlag af denne viden, jf. præmis 53 i Spector-dommen. Den formodning om benyttelse, som en handel i besiddelse af intern viden skaber, kan afkræftes, såfremt det efter de almindelige bevisregler godtgøres, at der ikke blev handlet på grundlag af den interne viden. For ikke at udvide forbuddet mere, end hvad der er hensigtsmæssigt og nødvendigt for at opfylde dets formål, kan visse situationer dog kræve en tilbundsgående prøvelse af de omstændigheder, hvoraf det kan fremgå, om brugen af intern viden rent faktisk har den utilbørlige karakter, som markedsmisbrugsdirektivet har til formål at forbyde af hensyn til finansmarkedernes integritet og investorernes tillid, jf. præmis 55 i Spector-dommen.

Forståelsen af kravet om benyttelse af intern viden er i dansk ret ligeledes blevet belyst ved Højesterets dom i Midtbank-sagen. Gældende ret må efter Højesterets dom forstås sådan, at besiddelse af intern viden skaber en formodning for, at den interne viden er benyttet ved handlen, medmindre der kan påvises konkrete omstændigheder, der kan tilsidesætte denne formodning, hvilket var tilfældet i den konkrete sag. Denne fortolkning er i overensstemmelse med den fortolkning, som EU-Domstolen har fastlagt i Spector Photo Group-sagen for EU-rettens vedkommende.

Markedsmisbrugsdirektivet indeholder en række bestemmelser, der enten udgør egentlige undtagelser til forbuddet, eller er indledende betragtninger i præamblen, der tjener som fortolkningsbidrag og viser forbuddets afgrænsning. Det er udvalgets vurdering, at der ikke kan indfortolkes yderligere undtagelser til forbuddet mod insiderhandel. Kommissionen har i et svar til udvalget fremhævet, at Kommissionen ligeledes er af den holdning, at direktivet ikke giver mulighed for yderligere undtagelser til forbuddet mod insiderhandel end de, der står nævnt i direktivet. Det bemærkes i den forbindelse, at undtagelser i overensstemmelse med EU-Domstolens sædvanlige praksis skal fortolkes restriktivt.

Handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer af økonomiske årsager vil i medfør af artikel 8 i markedsmisbrugsdirektivet være lovligt under visse omstændigheder og skal ikke i sig selv betragtes som markedsmisbrug. Kommissionens forordning nr. 2273/2003 om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af værdipapirer angiver de vilkår, hvorunder disse transaktioner kan gennemføres, så der med sikkerhed ikke forekommer insiderhandel eller kursmanipulation («safe harbour»). Handel med egne aktier kan dog også foretages uden for forordningens rammer, så længe det sikres, at handlerne tilrettelægges på en sådan måde, at de ikke udgør markedsmisbrug i form af insiderhandel eller kursmanipulation. Safe harbour ordningen bringer juridiske personer uden for forbuddet mod insiderhandel, men kan ikke uden videre udvides til også at gælde fysiske personer.

Benyttelse af intern viden, som et selskab har fået adgang til om et andet selskab i forbindelse med, at der fremsættes et offentligt købstilbud til aktionærene i målselskabet, vil ligeledes efter omstændighederne lovligt kunne ske under forudsætning af, at den interne viden afspejles i det overtagelsestilbud, der bliver fremsat, dvs. prisen tager hensyn til den viden, som tilbudsgiver har om selskabet. Om prisen reelt afspejler den interne viden kan efterprøves af domstolene.

Udvalget har ved en gennemgang af relevante praktiske eksempler forsøgt at skabe større klarhed over, i hvilke situationer det normalt må antages, at den interne viden er blevet benyttet, respektive ikke benyttet. Disse eksempler er alene vejledende og vil i praksis afhænge af en konkret vurdering efter strafferettens sædvanlige former.

En undladelse af at gennemføre en handel kan ikke anses for at være en overtrædelse af forbuddet, idet der ikke gennemføres en handel. Ligeledes vil der heller ikke være tale om en overtrædelse af forbuddet, hvis der handles imod en entydig intern viden, da den interne viden i sådanne tilfælde ikke kan siges at være benyttet ved handlen. Forholdet kan dog efter en konkret vurdering af samtlige foreliggende omstændigheder udgøre kursmanipulation og derved en overtrædelse af § 39 i lov om værdipapirhandel m.v.

Overdrager en person rådigheden over sin portefølje til eksempelvis en værdipapirhandler, og samtidig giver værdipapirhandleren en handelsinstruks, inden vedkommende kommer i besiddelse af intern viden af betydning for senere handel, og værdipapirhandleren gennemfører handel på baggrund af den foreliggende instruks på et tidspunkt, hvor personen er kommet i besiddelse af intern viden af betydning for handlen, vil den omfattede persons interne viden ikke kunne siges at være benyttet i den enkelte handel, idet værdipapirhandleren handler efter en instruks, der blev givet, før personen kom i besiddelse af den interne viden. Tilsvarende gælder, hvor værdipapirhandleren handler diskretionært, dvs. efter eget skøn, og den omfattede person ingen indflydelse har på den enkelte handel. Endeligt må det gælde, at en person, der er i besiddelse af intern viden, kan afgive en instruks, såfremt vedkommende ikke herved benytter sin interne viden ved fastlæggelsen af instruksen (herunder instruksens indhold og timing af handlerne). Det bemærkes dog, at der ved besiddelse af intern viden af betydning for handlen er en formodning for benyttelse heraf, der dog kan afkræftes. Hvis instruksen til værdipapirhandleren ændres, kan dette indikere, at der alligevel er tale om benyttelse af intern viden. Ved enhver ændring må det stilles som krav, at den omfattede person, som afgiver instruksen, ikke er i besiddelse af intern viden, der søges benyttet i forbindelse med instruksens udførelse. Ændres en instruks i nær sammenhæng med oplysningen om, at intern viden snart vil fremkomme, og instruksen er tilrettelagt sådan, at handlen først skal gennemføres, når karakteren af den interne viden er afklaret, kan der ligeledes efter omstændighederne være tale om en benyttelse af intern viden og dermed en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel.

Efterfølgende intern viden hos en person gør ikke, at en handel på baggrund af en forudgående instruks eller en aftale automatisk bliver ulovlig, selv om handlen først gennemføres efter opnåelsen af intern viden. En optionshavers udnyttelse af en option eller lignende betinget aftale vil f.eks. ikke udgøre en benyttelse af den interne viden, selv om optionshaver er i besiddelse af intern viden på tidspunktet for optionens udnyttelse, fordi optionens vilkår er fastlagt forud for opkomsten af den interne viden, der således ikke kan have haft indflydelse på beslutningen om at erhverve optionen.

Realisation af pant vil også lovligt kunne foretages, uagtet hvilken viden man har, hvis det, der motiverer realisationen, er misligholdelsen af det underliggende kreditforhold. I så tilfælde er der ikke tale om, at den interne viden benyttes. Hvis realisationen fremtræder som usædvanlig, f.eks. hvor pantsætter påvirker tvangsrealisationen ved at misligholde sit kreditforhold, kan der derimod opstå en formodning for, at der er sket benyttelse af intern viden.

Tilsvarende vil aktielån normalt ikke udgøre insiderhandel i sig selv. Da aktierne skal tilbageleveres til aktieudlåneren, vil aktielåneren ikke selv opnå en fordel af sin eventuelle positive interne viden, og forholdet vil derfor normalt ikke kunne betragtes som benyttelse af intern viden. Kan aktielånerens køb af aktier således begrundes i dennes forpligtelse til at tilbagelevere de lånte aktier, vil den interne viden ikke anses for benyttet.

I tilfælde, hvor en sælger og en køber er i besiddelse af den samme interne viden af betydning for handlen (informationsparitet), opstår spørgsmålet, om der inter partes er tale om intern viden, der er blevet benyttet i forbuddets forstand. Efter EU-Domstolens afgørelse i Georgakis-sagen må informationsparitetstilfælde som udgangspunkt anses for at falde uden for forbuddet mod insiderhandel, idet aftalens parter er stillet lige med hensyn til den viden, der ligger til grund for handlen. Det er dog afgørende, at der forligger informationsparitet mellem de parter, der berøres af handlen. Det er således kun i forholdet mellem disse informationsparitære parter, at der ikke foreligger insiderhandel. Gennemfører en af parterne handler med andre uinformede parter, kan der foreligge insiderhandel. Forsøger parten at etablere informationsparitet for derved at undgå at overtræde forbuddet mod insiderhandel, forudsætter dette ofte en videregivelse af intern viden, hvilket er særskilt reguleret i § 36 i lov om værdipapirhandel m.v. Efter denne bestemmelse gælder der et forbud mod videregivelse af intern viden, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion. Videregivelse i fortrolighed forud for en transaktion kan være lovligt, hvilket er forudsat i markedsmisbrugsdirektivets 29. betragtning om overtagelse og fusion. Det forhold, at informationsparitære parter ikke omfattes af forbuddet mod insiderhandel, gør imidlertid ikke, at parterne altid kan handle uden hensyntagen til markedets overordnede funktion. Handlen kan efter en konkret vurdering af samtlige foreliggende omstændigheder udgøre kursmanipulation og derved være en overtrædelse af § 39 i lov om værdipapirhandel m.v. Informationsparitetstilfælde må i øvrigt anses for sjældent forekomne, når der tales om egentlig børshandel, da parterne typisk ikke kender hinandens identitet ved handler, der gennemføres over det regulerede marked.

Den endelige vurdering af, om et forhold udgør insiderhandel, henhører under domstolene og må foretages konkret sag for sag, hvor samtlige foreliggende omstændigheder i forbindelse med den pågældende handel tages i betragtning under normal bevisbedømmelse.

Udvalget er herefter af den opfattelse, at både forståelsen af, hvad der udgør intern viden og besiddelsen heraf, og hvad der er en overtrædelse af insiderforbuddet i dansk ret, herunder som fastlagt af Højesteret i Midtbank-sagen, svarer til forståelsen af overtrædelse af insiderforbuddet i markedsmisbrugsdirektivet.

På den baggrund er udvalget enig i, at der er sket korrekt gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, i det gældende forbud i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Der vurderes således ikke på nuværende tidspunkt at være et behov for at ændre § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Afsnit II: Gældende ret

Kapitel 4 – Hensyn bag reglerne om insiderhandel

4.1. Indledning

I dette kapitel beskrives de hensyn, der ligger bag forbuddet mod insiderhandel. De overordnede hensyn er hensynene til markedets integritet og funktion samt investorernes tillid til markedet.

4.2. Baggrunden for reguleringen

Selv om et egentligt forbud mod insiderhandel først blev indført med børsreformen i 1986 (Børsreform I), er der ikke noget nyt eller usædvanligt ved forbuddet. Forbuddet udtrykker nogle principper om uacceptabel adfærd på markedet, som er kendt fra mange andre sammenhænge.

På et marked er der en samfundsmæssig interesse i, at handler indgås åbent og retfærdigt, så begge parter ved, hvilke ydelser der udveksles. Når to parter frivilligt indgår en handel, skyldes det, at begge parter har et ønske om at opnå den andens ydelse. Det gælder både ved det simple bytte, men også hvor den ene part betaler kontant; køberen vil hellere have salgsgenstanden end købesummen, og for sælgeren gælder det omvendte. Herved opnår man, at goderne bliver fordelt til de, der virkelig ønsker dem og bedst kan bruge dem, hvilket giver en effektiv udnyttelse af samfundets ressourcer. Denne samfundsinteresse i, at handlen fungerer effektivt, har medført regler, som skal forhindre, at der handles på baggrund af viden, der endnu ikke er kendt i markedet. Når nogle ved mere end andre på et marked, kan der opstå frygt for at blive snydt hos de markedsdeltagere, der ikke besidder den fulde viden.²

Selv om det ulovlige ved brug af en konkret ikke markedskendt informationsfordel forekommer åbenbart, bør man underkaste forholdet en nærmere analyse for fuldt ud at forstå, at reguleringen på dette område alligevel kan være ganske kompliceret.

Langt de fleste markeder er præget af informationsasymmetri, og de vil derfor fungere dårligt, hvis ikke de reguleres. De regler, der løbende har udviklet sig, og som kaldes de markedsretlige regler, f.eks. aftaleret og køberet, handler bl.a. om at løse dette problem med informationsasymmetri. Denne markedsretlige del af retssystemet søger altså at skabe en retlig regulering, som giver markedets deltagere tillid til, at markedet fungerer ordentligt og retfærdigt. Forbuddet mod insiderhandel er et eksempel på en sådan regulering, der er specielt tilpasset markedet for værdipapirer.

Til forskel fra de fleste andre markeder, hvor handel indgås ved personlig kontakt, foregår handlen med værdipapirer ofte over en fondsbørs eller et andet reguleret marked i et såkaldt anonymt

² Den skadelige virkning på markedets funktion af informationsasymmetrier er navnlig behandlet af George A. Akerlof, i eksempelvis *The Market for "Lemons"; Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 84 Quarterly Journal of Economics s. 488 (1970).

aftalerum.³ Sælger og køber mødes ikke, men deres handel gennemføres via det regulerede marked, hvilket tidligere skete via børsmæglere og nu ved brug af elektroniske handelssystemer.⁴ Handlen kræver blot, at de to parter udveksler en ganske skematisk information, typisk blot en angivelse af ønsket værdipapir, mængde og kurs. Man kan således ikke som ved anden markedsret lægge særlig vægt på omstændighederne ved handlen, f.eks. hvad der blev sagt, og hvordan de hver især opfattede situationen, for der foreligger som udgangspunkt ikke en sådan gensidig kontakt og forhandling. Derfor har man i værdipapirhandelsretten objektiveret forbuddet mod insiderhandel sådan, at den tager sigte på det anonyme aftalerum, som de regulerede markeder er. De markedsretlige principper får således en særegen udformning på det værdipapirhandelsretlige område, hvilket skyldes værdipapirhandlens særlige indretning.

4.2.1 Hensynet til markedet

Når man skal vurdere, hvordan markedet for værdipapirer via regulering bedst beskyttes, bør en række forhold overvejes. Man må tage udgangspunkt i den generelle beskyttelse af markedet og markedsdeltagerne, og man må vurdere beskyttelsen i relation til hver enkelt transaktion og dennes aftaleparter. Fælles for disse anskuelser er, at de begge tager udgangspunkt i det forhold, at insiderhandel skader markedets integritet, funktion og tilliden til markedet.

4.2.2 Hvordan sikres markedet?

Overordnet er der to måder, hvorpå man kan imødegå problemet med insiderhandel. Enten kan man påbyde den part, der ved mere end sin modpart, at oplyse modparten om sin viden, dvs. udjævne informationsasymmetrien, således at ingen af parterne er i besiddelse af en informationsfordel. Eller man kan påbyde den bedrevide part ikke at benytte sin informationsfordel ved helt at undlade at handle. Den første måde indebærer således et påbud om at oplyse, hvor den anden måde indebærer et forbud mod at handle.

Reglerne om udsteders forpligtelser til at offentliggøre kursrelevante oplysninger har i lighed med reglerne om insiderhandel til formål at reducere forekomsten af handler, der sker på baggrund af en ikke-offentliggjort viden, da sådanne handler skader markedets funktion, integritet og investorernes tillid til markedet. Dette formål fremgår af markedsmisbrugsdirektivets indledende betragtninger, hvorefter formålet med reglerne netop er at sikre finansmarkedernes integritet og offentlighedens tillid til disse.⁵

Selv om reglerne forfølger samme formål, sker det på forskellige måder og sanktioneres forskelligt. En overtrædelse af oplysningsforpligtelserne sanktioneres således med bøde efter § 93, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., hvorimod insiderhandel og kursmanipulation straffes efter § 94 i samme lov, der ud over bøde hjemler straf på op til halvdet års fængsel, der kan forhøjes til fire års fængsel i grovere tilfælde.

³ Afhængigt af markedets indretning kan det tænkes, at nogle deltagere, f.eks. mæglere, har direkte kontakt med køber og/eller sælger, men det karakteristiske ved børshandel er, at det giver mulighed for handel mellem en sælger og en køber uden personlig kontakt mellem dem.

⁴ Elektroniske handelssystemer drives oftest af fondsmæglerselskaber, pengeinstitutter, operatører af regulerede markeder og selskaber, der driver en alternativ markedsplads.

⁵ Markedsmisbrugsdirektivets 2. og 12. indledende betragtning.

4.2.3. Balancen mellem forskellige markedsretlige hensyn

Betragtes de markedsretlige regler generelt, kan det konstateres, at de varetager to modsatrettede hensyn. Det ene hensyn er som allerede nævnt at indgyde markedsdeltagere tillid til, at hvis andre markedsdeltagere har en væsentlig informationsfordel, så vil vedkommende enten være forpligtet til at oplyse herom eller være forpligtet til at undlade at handle. Det andet hensyn går imidlertid imod dette hensyn, fordi informationsfordele ikke nødvendigvis skyldes kendskab til ikke-offentliggjorte oplysninger.

Information, der kan være af betydning for handlen på et marked, kan foreligge under mange forskellige former og kan udledes fra mange forskellige kilder. Det kan kræve lang tids træning og være ganske bekosteligt at blive dygtig til at vurdere, hvad et givent gode bør koste. Det gælder ikke mindst på markedet for værdipapirer, fordi prisfastsættelsen af værdipapirer omfatter mange forskellige oplysninger og svære beregninger. Man kan ikke forvente, at nogen vil afholde omkostningerne til indsamling og bearbejdning af sådan information, hvis ikke de kan tjene på det. Hermed vil f.eks. motivationen for finansielle analytikere og andre professionelle børshandlere forsvinde, da de så altid skal oplyse resten af markedet om resultatet af deres analyser eller undlade at handle på baggrund heraf, blot fordi andre i markedet ikke har udvist samme indsats og derfor ikke ved lige så meget. Bruger man uindskrænket princippet om, at man ved en informationsfordel enten skal oplyse om den eller undlade at bruge den, vil det ødelægge incitamentet til at indsamle og bearbejde information. Det vil således nok løse problemet med informationsasymmetrier, men kun for at skabe det nye problem, at markedets informationsmæssige dynamik vil blive ødelagt. Når man ved regulering søger at beskytte markedets funktion og investorernes tillid til markedet, må man derfor også tage hensyn til at bevare incitamentet til informationsmæssig dynamik.

Den markedsretlige regulering må derfor afbalancere disse to hensyn over for hinanden. Det er denne afbalancering, der har resulteret i det faktum, at det ikke i sig selv er forbudt at handle på baggrund af lovligt indsamlet offentligt tilgængelig information eller analyser og vurderinger udarbejdet på baggrund heraf, selv om denne viden måtte give et forspring i forhold til den, som man handler med, jf. markedsmisbrugsdirektivets 31. indledende betragtning.

Det er således ikke enhver informationsfordel, det er forbudt at benytte, men kun den, der baseres på information, der ikke er lovligt tilgængelig for markedets øvrige deltagere.

Forbuddet mod insiderhandel rummer således en balance mellem på den ene side at forbyde benyttelsen af en informationsfordel, som ikke er tilgængelig for modparten, og på den anden side at tillade, at den, der er bedst til at indsamle og bearbejde lovligt tilgængelig information, kan benytte dette informationsforspring til egen fordel, også selv om det måtte være til skade for modparten. Denne balance skal både beskytte den, der ikke har adgang til den vigtige men utilgængelige information, som insideren har, og den, der udviser dygtighed og flid i indsamlingen af information.

Denne balance gør det undertiden svært at anvende forbuddet mod insiderhandel, men det er en nødvendig afvejning, hvis forbuddet skal tjene sit formål om at beskytte markedets funktion og investorernes tillid til markedet.

Formålet med denne betænkning er således at beskrive denne balance og hensynene bag den samt så vidt muligt at anføre praktiske eksempler, som kan være vejledende for markedets aktører og myndigheder, hvorved både formålet med forbuddet og hensynet til retssikkerheden tilgodeses.

Afsnit II: Gældende ret

Kapitel 5 – EU-retten

5.1. Indledning

Det første tiltag mod insiderhandel i EU-retten findes i Kommissionens henstilling fra 1977 om etiske regler ved værdipapirhandel.⁶ Henstillinger er ikke bindende for medlemsstaterne, men Danmark valgte i 1979 at indføre henstillingen ved at lade Københavns Fondsbørs udstede et sæt børsetiske regler, der ligeledes ikke var bindende for børsens medlemmer. Først med insiderdirektivet fra 1989 blev der indført bindende regler i EU-retten om insiderhandel, men i dansk ret var et forbud mod insiderhandel allerede indført med børsreformen i 1986.

I dette kapitel gennemgås de EU-retlige regler om forbuddet mod insiderhandel fra det blev introduceret i insiderdirektivet i 1989, og til det fik sin nuværende form med vedtagelsen af markedsmisbrugsdirektivet i 2003. Ligeledes gennemgås den europæiske beslutningsprocedure ved vedtagelse af direktiver, herunder de relevante europæiske organer m.v. der deltager i udformningen af de finansielle direktiver.

5.2. Direktiv om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insiderhandel (insiderdirektivet)

I 1989 vedtog Rådet insiderdirektivet,⁷ der senest den 1. juni 1992 skulle gennemføres i national ret. I Danmark blev insiderdirektivet gennemført ved lov den 6. juni 1991.⁸ På dette stadie af fællesskabsrettens udvikling var reguleringen af insiderhandel forskellig i medlemsstaternes retsorden. Nogle lande havde ganske vidtrækkende insiderforbud, f.eks. England og de nordiske lande, mens andre lande, bl.a. Tyskland, ikke havde egentlig lovgivning på området, men anvendte selvregulering. I disse lande var der en vis bekymring for, at forbuddet ville blive for vidtgående, og under behandlingen af direktivforslaget blev der indsat en begrænsning af forbuddets anvendelsesområde.

Kommissionens forslag havde stillet krav om, at den interne viden skulle *udnyttes* (eng.: »*taking advantage of*«).⁹ Hertil blev der nu knyttet et yderligere krav om subjektiv tilregnelser i form af forsæt ved at kræve, at udnyttelsen skete *bevidst* (eng.: »*with full knowledge of the facts*«), hvorved forbuddets rækkevidde blev betydeligt indsnævret. En række medlemsstater, der allerede havde indført forbuddet i national ret, fandt indskrænkningen uacceptabel, og direktivet tillod derfor de enkelte medlemsstater at opretholde en strengere lovgivning, jf. direktivets artikel 6. Direktivet var således et minimumsdirektiv, og det var allerede fra starten erkendt, at forbuddet var formuleret

⁶ Kommissionens henstilling 77/534/EØF af 25. juli 1977 om europæiske etiske regler vedrørende handel med værdipapirer (EF-Tidende 1977 nr. L 212, s. 37).

⁷ Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insider-handel (EF-Tidende 1989 nr. L 334, s. 30).

⁸ Gennemført ved lov nr. 343 af 6. juni 1991.

⁹ Jf. Kommissionens første forslag, KOM(87) 111, 21. maj 1987, og Kommissionens andet forslag, KOM(88) 549, 4. oktober 1988.

meget snævert. Danmark og en række andre medlemsstater valgte derfor at benytte artikel 6 til at bevare et mere omfattende forbud mod insiderhandel, jf. herom i kapitel 6.

Insiderdirektivets artikel 2, stk. 1, indeholdt selve forbuddet mod insiderhandel:

»Artikel 2

1. Hver medlemsstat forbyder personer, der:

- som følge af, at de er medlem af det udstedende selskabs administrations-, ledelses- eller tilsynsorgan
- som følge af, at de besidder kapitalinteresser i det udstedende selskab, eller
- fordi de har adgang til sådan viden i forbindelse med udøvelsen af deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner

er i besiddelse af en intern viden, direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde værdipapirer i det eller de udstedende selskaber, som berøres af denne interne viden, idet de bevidst udnytter denne.«

Insiderdirektivets forbud mod insiderhandel betød således, at personer, der var i besiddelse af intern viden, ikke måtte »udnytte« (eng.: »taking advantage of«) denne viden, såfremt de forstod, at der var tale om intern viden (eng.: »with full knowledge of the facts«).

5.3. Den finansielle handlingsplan

Indførelsen af en fælles valuta i EU ville skabe store forandringer i det finansielle landskab. For at forbedre det indre marked for finansielle tjenesteydelser, når den fælles valuta skulle introduceres, udsendte Kommissionen i 1999 på opfordring fra Rådet en meddelelse benævnt: »Etablering af en ramme for de finansielle markeder: en handlingsplan« (den finansielle handlingsplan).¹⁰

Handlingsplanen havde til formål at øge integrationen af de finansielle markeder i EU gennem tre målsætninger. For det første skulle de sidste hindringer for udbud af finansielle tjenesteydelser på tværs af landegrænser fjernes, hvilket også gjaldt virksomheders muligheder for at rejse kapital i andre EU-lande. For det andet skulle gennemsigtigheden og forbrugerbeskyttelsen forbedres, så forbrugerne trygt kunne købe finansielle tjenesteydelser i andre EU-lande, og for det tredje skulle samarbejdet mellem de enkelte medlemslandes tilsynsmyndigheder øges. Handlingsplanen angav prioriteter for arbejdet med gennemførelse af det indre marked for finansielle tjenesteydelser i form af 47 direktivforslag. Målsætningen var, at direktiverne senest i april 2004 skulle være vedtaget af Europa-Parlamentet og Rådet.

I handlingsplanen tilkendegav Kommissionen, at der burde udarbejdes et direktiv rettet mod kursmanipulation, som kunne supplere insiderdirektivet. Under høringen af handlingsplanen påpegede FESCO, der var en sammenslutning af tilsynsmyndigheder på børsområdet, at man i England var ved at reformere børslovgivningen, og dér behandlede både oplysningspligten og forbuddene mod insiderhandel og kursmanipulation sammen under begrebet markedsmisbrug (eng.: »market abuse«). Kommissionen valgte derfor at arbejde med et forslag til direktiv, som skulle omfatte disse tre områder og dermed afløse insiderdirektivet fra 1989 på området for insiderhandel.

¹⁰ Kommissionens meddelelse nr. 232 af 11. maj 1999: "Etablering af en ramme for de finansielle markeder: en handlingsplan".

5.3.1. Lamfalussy-processen

På baggrund af den finansielle handlingsplan nedsatte Rådet på sin samling den 17. juli 2000 et vismandsudvalg for regulering af de europæiske værdipapirmarkeder under ledelse af baron Alexandre Lamfalussy. Vismandsudvalget foreslog en ny lovgivningsmetode, som skulle skabe konvergens i den europæiske tilsynspraksis på det finansielle område og gøre det muligt for Fællesskabets lovgivning vedrørende finansielle tjenesteydelser at reagere hurtigt og fleksibelt på udviklingen på de finansielle markeder.¹¹ Proceduren viste sig at være særdeles hensigtsmæssig, og den blev hurtigt udbredt til andre områder (banker og forsikring/pension). I den nye Lissabon Traktat indtager proceduren nu en central placering, jf. Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF) artikel 290. Efter Finanskrisen 2008-09 overvejes det at ændre tilsynsstrukturen for at sikre et bedre tilsyn for hele EU, hvilket bl.a. vil medføre en ændring af indretningen og opgaverne for det europæiske værdipapirtilsynsudvalg (CESR). Beskrivelsen i det følgende angår dog kun den nuværende struktur.

Lovgivningsproceduren (Lamfalussy-processen) består af fire niveauer – grundprincipper, gennemførelsesforanstaltninger, samarbejde og håndhævelse:

På **niveau 1** vedtages rammelovgivningen af Europa-Parlamentet og Rådet, hvori de centrale principper fastsættes. Samtidig indeholder rammelovgivningen bestemmelser om gennemførelsesbeføjelser, hvorved fastsættelse af de tekniske detaljer delegeres til Kommissionen gennem anvendelse af en komiteprocedure.¹² De tekniske detaljer vedtages formelt af Kommissionen som gennemførelsesforanstaltninger på **niveau 2** efter en afstemning i det kompetente forskriftsudvalg (Det Europæiske Værdipapirudvalg, Det Europæiske Bankudvalg og Det Europæiske Udvalg for Forsikring og Arbejdsmarkedsorienterede Pensioner). Ved den tekniske udarbejdelse af gennemførelsesforanstaltningerne rådgives Kommissionen af udvalg bestående af repræsentanter for medlemsstaternes tilsynsmyndigheder, benævnt **niveau 3**-udvalg – oprindeligt Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR), men siden udvidet med Det Europæiske Banktilsynsudvalg (CEBS) og Det Europæiske Tilsynsudvalg for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger (CEIOPS). Disse udvalg, som er nedsat ved Kommissionens afgørelser,¹³ spiller også en vigtig rolle i forbindelse med en konsekvent og ensartet gennemførelse af EF-direktiverne, idet de sikrer et mere effektivt samarbejde mellem de nationale tilsynsmyndigheder og bidrager til konvergens i tilsynsmetoderne. **Niveau 4** er den del af processen, hvor Kommissionen overser og håndhæver den rettidige og korrekte gennemførelse af EU-lovgivningen i national ret.

Det ses således, at arbejdsdelingen i lovgivningsprocessen mellem niveau 1, hvor retsakter typisk vedtages af Europa-Parlamentet og Rådet, og niveau 2, hvor gennemførelsesforanstaltninger i form af retsakter vedtages af Kommissionen i samarbejde med Det Europæiske Værdipapirudvalg med høring af CESR, til en vis grad modsvarer den fra dansk ret kendte opdeling mellem en lov og en bekendtgørelse med hjemmel i loven.

¹¹ Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets af 15. februar 2001.

¹² Rådets afgørelse 1999/468/EF af 28. juni 1999 om "komitologi"/udstedelse af gennemførelsesforskrifter og afgørelse 2006/512/EF af 17. juli 2007 om forskriftprocedure med kontrol.

¹³ Kommissionens afgørelse 2001/527/EF, 2004/5/EF og 2004/6/EF om oprettelse af henholdsvis CESR, CEBS og CEIOPS.

Efter indførelsen af den nye lovgivningsmetode er følgende niveau 1 direktiver på værdipapirområdet behandlet efter Lamfalussy-processen:

- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (Markedsmisbrugsdirektivet)
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (Prospektdirektivet)
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (Gennemsigtighedsdirektivet)
- Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (MiFID-direktivet)

Den finansielle handlingsplan blev gennemført i 2004. Kommissionen igangsatte herefter et arbejde, som skulle evaluere handlingsplanens effekter. Undersøgelsen viste, at det på nuværende tidspunkt er svært at vurdere handlingsplanens effekter. De vedtagne direktiver skal have lov til at have indvirkning på de finansielle markeder, og der er således indført en reguleringspause, så fokus rettes hen imod opnåelse af en ensartet gennemførelse og håndhævelse af direktiverne.¹⁴

Da Lamfalussy-processens niveau 2 ikke involverede Europa-Parlamentet i samme omfang som efter niveau 1, ønskede man fra Europa-Parlamentets side at sikre, at gennemførelsesforanstaltningerne på niveau 2 blev gjort til genstand for vurdering efter fire år fra markedsmisbrugsdirektivets ikrafttræden, jf. direktivets artikel 17, stk. 4. Denne vurdering pågår for nærværende.

5.3.2. Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR)

Lamfalussy-processen blev på baggrund af vismandsudvalgets anbefalinger iværksat i 2001. Kommissionen etablerede i den forbindelse Det Europæiske Værdipapirtilsynsudvalg (CESR) ved afgørelse af 6. juni 2001.¹⁵ CESR blev oprettet ved en omdannelse af tilsynsmyndighedernes forening FESCO og kunne derfor påbegynde sin virksomhed straks efter oprettelsen. CESR fik til formål at forbedre samarbejdet mellem de enkelte medlemsstaters tilsynsmyndigheder for at sikre større ensartethed på tilsynsområdet. Desuden skulle CESR fungere som et rådgivende organ i forbindelse med udarbejdelse af finansielle direktiver samt sikre en mere ensartet gennemførelse af de finansielle direktiver i de enkelte medlemsstater.¹⁶

For at opnå sammenhængende lovgivningsmæssige og tilsynsmæssige løsninger og sammenhængende anvendelse i praksis på tværs af medlemsstaterne har CESR bl.a. anvendt fælles

¹⁴ Kommissionens meddelelse nr. 727 af 20. november 2007 benævnt: "Gennemgang af Lamfalussy-processen. Styrkelse af den tilsynsmæssige konvergens".

¹⁵ Kommissionens afgørelse 2001/527/EF.

¹⁶ Se nærmere i Charter of the Committee of European Securities Regulators (CESR/01-056). Charteret er senest opdateret i september 2008, jf. CESR/08-375d.

ikke-bindende retningslinjer og henstillinger. Som følge af en manglende henvisning til konvergens og samarbejde på tilsynsområdet i afgørelsen om oprettelse af CESR har det f.eks. ikke være muligt at henvise til dets rolle i niveau 1-direktiverne. Derudover ses det, at foranstaltninger ikke anvendes konsekvent nok i de nationale tilsynsmyndigheders daglige tilsynspraksis. Kommissionen har i sin gennemgang af Lamfalussy-processen fremhævet niveau 3-udvalgenes vigtighed, herunder fremhævet vigtigheden af at de enkelte tilsynsmyndigheder følger udvalgenes retningslinjer og henstillinger på trods af, at de ikke er retligt bindende. Kommissionen opfordrede således til, at der blev igangsat initiativer med henblik på at styrke de tilsynsmæssige metoder i EU.¹⁷

Udvalget vurderer, at CESR's retningslinjer m.v. er et vigtigt redskab i forståelsen og fortolkningen af dansk ret, der er en gennemførelse af EU-lovgivningen. Udvalget har således valgt at henvise til og anvende CESR's retningslinjer og vejledninger ved gennemgangen af definitionen af intern viden. Se nærmere herom i kapitel 7.

5.4. Direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)

I 2003 vedtog Europa-Parlamentet og Rådet markedsmisbrugsdirektivet¹⁸ som det første direktiv efter den nye lovgivningsprocedure. Direktivet var inspireret af et større børsretligt reformarbejde i England, der medførte the Financial Services and Markets Act 2000.

5.4.1. Markedsmisbrugsdirektivets forbud mod insiderhandel

Markedsmisbrugsdirektivet indeholder regler om oplysningsforpligtelser, ulovlig videregivelse af intern viden, kursmanipulation og insiderhandel. I relation til sidstnævnte erstatter direktivet det ældre insiderdirektiv fra 1989. Markedsmisbrugsdirektivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 med virkning fra 1. april 2005.

Forbuddet mod insiderhandel fremgår af direktivets artikel 2, stk. 1:

»Artikel 2

1. Medlemsstaterne forbyder personer som nævnt i andet afsnit, der er i besiddelse af intern viden, at benytte denne viden ved direkte eller indirekte, for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde eller forsøge at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.«

Markedsmisbrugsdirektivet udtrykker dermed et forbud for personer, der er i besiddelse af intern viden, mod at »benytte« (eng.: »use«) denne viden.

I Kommissionens oprindelige forslag til markedsmisbrugsdirektivet var formuleringen »udnytte« intern viden (eng.: »taking advantage of«) fra insiderdirektivet anvendt, dog havde man fjernet det subjektive krav om »bevidst« udnyttelse, der i sin tid var blevet indsat under behandlingen af insiderdirektivet, jf. afsnit 5.2. ovenfor.

¹⁷ Kommissionens meddelelse nr. 727 af 20. november 2007 benævnt: "Gennemgang af Lamfalussy-processen. Styrkelse af den tilsynsmæssige konvergens".

¹⁸ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug).

På baggrund af Europa-Parlamentets rapport vedrørende Kommissionens daværende forslag til markedsmisbrugsdirektivet (Goebbels-rapporten)¹⁹ blev ordlyden i forbuddet i artiklen yderligere ændret fra at (bevidst) »udnytte« intern viden til at »benytte« (eng.: »use«) intern viden.²⁰

Goebbels-rapporten anfører om denne ændring:

»Alene brugen af intern viden bør ifalde administrative sanktioner, derfor bør ethvert endeligt eller forsægtigt element udgå. Endelig dækker den nye ordlyd også forsøg, da det, der står på spil administrativt, er markedsintegriteten, som også bør beskyttes gennem sanktioner af uretmæssig adfærd.«²¹

Forbuddets formulering blev således ændret fra at være et forbud mod bevidst »udnyttelse« til nu at være et forbud mod »benyttelse« af intern viden. Se nærmere i afsnit 8.2. om, hvad der ligger i, at den interne viden skal være benyttet.

På baggrund af rapportens bemærkninger må det antages, at Europa-Parlamentets ændring af forbuddets ordlyd i artikel 2, stk. 1, skyldtes ønsket om at fjerne enhver formulering, der kunne skabe tvivl om, at forbuddet ikke længere stillede krav om forsæt, og at forbuddet nu også omfattede forsøg.

Når Europa-Parlamentet tilsyneladende ikke fandt det tilstrækkeligt, at Kommissionen havde udtaget ordet »bevidst«, skyldtes det formodentligt, at ordet for »udnytte« i visse sprogversioner kunne forstås som indeholdende et subjektivt krav om tilregnelser. Det synes f.eks. at have været tilfældet i tysk ret, hvor forarbejderne til den tyske gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet bemærker, at mens insiderdirektivet benyttede begrebet »Ausnutzen«, benytter markedsmisbrugsdirektivet det mere neutrale »Nutzung«, jf. nærmere herom i bilag 2 om udenlandsk ret.

Ønsket om at fjerne formuleringer, der kunne tolkes som et krav om en skærpet subjektiv tilregnelser, skal også ses på baggrund af, at markedsmisbrugsdirektivets forbud skulle kunne sanktioneres administrativt og/eller strafferetligt efter medlemsstaternes valg, jf. direktivets artikel 14. Hvor skærpede subjektive krav er almindelige ved forbud, der er strafferetligt sanktionerede, kan de virke hindrende for at benytte administrative reaktioner, hvilket Europa-Parlamentet fremhævede i sin begrundelse for ændringen af forbuddet.

5.4.2. Situationer der ikke er omfattet af direktivets forbud

Det fremgår af markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 3, at det ikke er i strid med forbuddet mod insiderhandel at opfylde allerede indgåede forpligtelser i forbindelse med finansielle instrumenter, selv om man på det tidspunkt, hvor man gennemfører transaktionen, er i besiddelse af intern viden.

¹⁹ Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmåls betænkning A5-0069/2002 af 27. februar 2002 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (KOM(2001)281 – C5-0262/2001 – 2001/0118 (COD)).

²⁰ Disse ændringer drøftes nærmere i betænkningens kapitel 8.

²¹ Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmåls betænkning AS-0069/2002 af 27. februar 2002 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (KOM(2001)281 – C5-0262/2001 – 2001/0118 (COD)) ændringsforslag 27, s. 21.

»Artikel 2

3. Denne artikel finder ikke anvendelse på transaktioner, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, når denne forpligtelse er blevet bindende og er baseret på en aftale, der er indgået, før der er opnået intern viden.«

Det afgørende er, at forpligtelsen er opstået, *før* parten fik intern viden, for i så fald kunne den interne viden ikke være benyttet ved indgåelsen af aftalen.

Endvidere er der med formuleringen »brug af intern viden *kan* bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter«, i direktivets 18. indledende betragtning åbnet for, at der ikke nødvendigvis i alle tilfælde, hvor en person handler samtidig med, at vedkommende *besidder* intern viden, automatisk foreligger *brug* af den interne viden i direktivets forstand:

»(18) Brug af intern viden kan bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, hvis den berørte part ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden. I denne forbindelse bør de kompetente myndigheder tage stilling til, hvad en normal og fornuftig person ville vide eller burde have vidst under de givne omstændigheder. Desuden bør det forhold alene, at market-makers, instanser, der er bemyndiget til at optræde som medkontrahenter, eller værdipapirhandlere, der har tilladelse til at handle for tredjemands regning, med intern viden i de første to tilfælde blot fortsætter deres lovlige forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter eller i det sidste tilfælde blot loyalt udfører en ordre, ikke i sig selv betragtes som brug af intern viden.«

En lignende formulering findes i direktivets 30. indledende betragtning:

»(30) Eftersom erhvervelse og afhændelse af finansielle instrumenter nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning herom fra den person, som foretager den ene eller den anden af disse transaktioner, bør en sådan erhvervelse eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden.«

Af markedsmisbrugsdirektivets 29. indledende betragtning fremgår det:

»(29) Adgang til intern viden om et andet selskab og brug af denne viden i forbindelse med et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over dette selskab eller at foreslå en fusion med dette selskab bør ikke i sig selv betragtes som insiderhandel.«

Derudover fremgår det af markedsmisbrugsdirektivets artikel 8:

»Artikel 8

Forbuddene i dette direktiv gælder ikke for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller for stabilisering af et finansielt instrument, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med gennemførelsesforanstaltninger, der er vedtaget efter den i artikel 17, stk. 2, omhandlede procedure.«

Der er her tale om den såkaldte »safe harbour«-ordning, der er gennemført ved Kommissionens forordning nr. 2273/2003 om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter

(tilbagekøbsforordningen).²² Tilbagekøbsprogrammer, der er omfattet af forordningen, kan eksempelvis være tidsbestemte programmer, hvor vilkårene er fastlagt på forhånd, eller programmer udført af et uafhængigt finanshus (lead manager). At tilbagekøb af egne aktier og stabilisering lovligt kan foregå, selvom de foretages uden for forordningen fremgår af tilbagekøbsforordningens 2. indledende betragtning, men i så fald har man ikke samme sikkerhed for, at forholdet er lovligt.

Derudover fremgår det af markedsmisbrugsdirektivets artikel 7, at transaktioner, der gennemføres af en medlemsstat som led i penge- eller valutapolitikken eller styringen af den offentlige gæld, ikke er omfattet af forbuddet:

»Artikel 7

Dette direktiv finder ikke anvendelse på transaktioner, der som led i penge- eller valutakurspolitikken eller styringen af den offentlige gæld gennemføres af en medlemsstat, Det Europæiske System af Centralbanker, en national centralbank eller ethvert andet officielt udpeget organ eller af enhver person, der handler på deres vegne. Medlemsstaterne kan lade denne undtagelse omfatte deres delstater eller tilsvarende lokale administrative enheder, når det gælder styringen af deres offentlige gæld.«

5.5. Forbuddets anvendelsesområde

I markedsmisbrugsdirektivet findes der en sondring mellem primære og sekundære insidere, som er en sondring, der oprindeligt stammer fra insiderdirektivet. De primære insidere er defineret som i insiderdirektivet ved tre kategorier med tilføjelse af en fjerde kategori, idet personer, der er kommet i besiddelse af den interne viden ved strafbare handlinger, også er primære insidere.²³ Fælles for de primære insidere er, at de har en direkte forbindelse til den interne viden. De sekundære insidere defineres nu som alle andre end de primære insidere, der er i besiddelse af intern viden, og som ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden.²⁴ Fælles for de sekundære insidere er således, at de har modtaget den interne viden fra en anden. Forbuddet mod videregivelse af intern viden og tilskyndelse til køb og salg af værdipapirer er nu også udvidet til sekundære insidere, og den reelle forskel mellem de to grupper af insidere synes nu kun at være, at der ved sekundære insidere stilles krav om, at de burde have vidst, at der var tale om intern viden, hvorimod primære insidere må forventes at vide, hvornår noget er intern viden. Sondringen har således ikke den store relevans for markedsmisbrugsdirektivets forbud, og den benyttes ikke i en række medlemsstater, herunder Danmark.

Anvendelsesområdet for markedsmisbrugsdirektivets forbud mod insiderhandel er afgrænset i direktivets artikel 9:

»Artikel 9

²² Kommissionens forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter (EU-Tidende 2003 nr. L 336, s. 33).

²³ Markedsmisbrugsdirektivets artikel 2. Det fremgår af ændringsforslag 28 til artikel 2, stk. 1, afsnit 2, i Europa-Parlamentets betænkning om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (KOM(2001) 281 – C5-0262/2001 – 2001/0118(COD)), at denne tilføjelse skyldes hensynet til bekæmpelse af terror.

²⁴ Markedsmisbrugsdirektivets artikel 4.

Dette direktiv finder anvendelse på ethvert finansielt instrument, der er optaget til handel på et reguleret marked i mindst en medlemsstat, eller for hvilket der er indgivet en anmodning om optagelse til handel, uanset om transaktionen i praksis finder sted på dette marked eller ej.

Artikel 2, 3 og 4 finder også anvendelse på ethvert finansielt instrument, som ikke er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, men hvis værdi afhænger af et finansielt instrument som omhandlet i stk. 1.

Artikel 6, stk. 1-3, finder ikke anvendelse på udstedere, der ikke har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af deres finansielle instrumenter til handel på et reguleret marked i en medlemsstat.«

Begrebet »finansielle instrumenter« er nærmere defineret i direktivets artikel 1, nr. 3:

»3) »finansielt instrument«

- værdipapirer som defineret i Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer²⁵
- andele i institutter for kollektiv investering
- pengemarkedsinstrumenter
- finansielle futures, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant
- fremtidige renteaftaler
- rente-, valuta- og aktieswaps
- optioner på erhvervelse eller afhændelse af et instrument, der falder ind under disse kategorier, herunder tilsvarende instrumenter, der afregnes kontant. I denne kategori indgår især valuta- og renteoptioner
- råvarederivater
- ethvert andet instrument, der er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, eller for hvilket der er indgivet en anmodning om optagelse til handel i en medlemsstat«

Begrebet »finansielle instrumenter« er efterfølgende udvidet med vedtagelsen af MiFID-direktivet i 2004.²⁶

I markedsmisbrugsdirektivet er forbuddet mod insiderhandel et forbud mod at »erhverve eller afhænde værdipapirer eller forsøge at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter« (eng.: *»acquiring or disposing of, or by trying to acquire or dispose of«*).²⁷ Der er således sket en udvidelse af forbuddet til også at omfatte forsøg.

²⁵ EFT L 141 af 11. juni 1993, s. 27. Direktivet er i dag erstattet af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF, og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF, (EU-Tidende 2004 nr. L 145, s.1) (MiFID-direktivet).

²⁶ MiFID-direktivets definition af "finansielle instrumenter" fremgår af direktivets bilag I, afsnit C. Direktivet erstatter Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (investeringsservicedirektivet). MiFID-direktivets definition af "finansielle instrumenter" er gennemført i dansk ret i § 2, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., jf. lov nr. 108 af 7. februar 2007.

²⁷ Markedsmisbrugsdirektivet artikel 2.

5.6. EU-Domstolens praksis

5.6.1. EU-Domstolens afgørelse i sag C-28/99 (Verdonck)

Sagens baggrund

Tre medlemmer af ledelsen i en virksomhed, der havde sine værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i Belgien, blev under en straffesag tiltalt for at have overtrådt forbuddet mod insiderhandel ved, i forbindelse med erhvervelse af aktier i virksomheden, ulovligt at have gjort brug af intern viden.

De tiltalte gjorde under straffesagen mod dem gældende, at forbuddet mod insiderhandel som gennemført i national ret var uforeneligt med insiderdirektivets artikel 6.

»Artikel 6

Hver medlemsstat kan fastsætte strengere bestemmelser end dem, der er foreskrevet i dette direktiv, eller supplerende bestemmelser, forudsat at sådanne bestemmelser finder almindelig anvendelse [...]

Ved gennemførelsen af insiderdirektivet i Belgien blev der fastsat et strengere forbud mod insiderhandel end krævet efter direktivet. For så vidt angik definitionen af intern viden, havde man dog valgt at undtage viden, som holdingselskaber er i besiddelse af vedrørende de selskaber, som de deltager i.

De tiltalte gjorde gældende, at insiderdirektivets artikel 6 kun tillader medlemsstaterne at fastsætte strengere bestemmelser end dem, der er foreskrevet i direktivet, såfremt de pågældende bestemmelser finder almindelig anvendelse, og at bestemmelsen om, at den viden, som holdingselskaber besidder, ikke udgør intern viden, der kan omfattes af forbuddet mod insiderhandel, indebærer, at dette krav om almindelig anvendelse ikke var opfyldt.

Den nationale domstol fandt, at straffesagens afgørelse afhang af fortolkningen af insiderdirektivets artikel 6 og besluttede derfor at udsætte sagen med henblik på forelæggelse af spørgsmålet for EU-Domstolen til præjudiciel afgørelse.

EU-Domstolens afgørelse

De to hovedspørgsmål i sagen angik (1) rækkevidden af adgangen til at fastsætte strengere regler, jf. insiderdirektivets artikel 6, herunder hvorvidt det er en forudsætning for fastsættelse af strengere lovgivning, at den finder anvendelse på enhver fysisk eller juridisk person, der er omfattet af denne lovgivning, og (2) hvorvidt den nationale ret, såfremt der er sket gennemførelse i strid med direktivet, skal undlade at anvende disse strengere bestemmelser over for samtlige de personer, som de kunne finde anvendelse på.

I relation til spørgsmål 1 fremgår det af sagens præmis 35, at:

»[...] artikel 6 i direktiv 89/592 ikke er til hinder for, at der anvendes bestemmelser i en medlemsstats lovgivning, der er strengere end dem, der er fastsat i dette direktiv for så vidt angår forbuddet mod at udnytte intern viden, forudsat at rækkevidden af den definition af

intern viden, der gælder ved anvendelsen af denne lovgivning, er den samme for samtlige de fysiske eller juridiske personer, der er omfattet af denne lovgivning«

I relation til spørgsmål 2 fremgår det af sagens præmis 37, at:

»[...] hvis de bestemmelser i en medlemsstats lovgivning, der strengere end dem, der er fastsat i direktiv 89/592, er uforenelige med dette direktivs artikel 6, er de i strid med fællesskabsretten og kan derfor ikke anvendes over for nogen aktører på de finansielle markeder«

Det fremgår endvidere af sagens præmis 38, at:

»[...] såfremt nationale bestemmelser strider mod artikel 6 i direktiv 89/592, som følge af at visse fysiske eller juridiske personer specifikt fritages for et forbud mod at udnytte intern viden, der er strengere, end det i dette direktiv fastsatte forbud, skal den nationale ret undlade at anvende disse strengere bestemmelser over for samtlige de personer, som de kunne finde anvendelse på«

På grundlag af sagens præmisser afsagde EU-Domstolen herefter følgende afgørelse:

»1) Artikel 6 i Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insider-handel er ikke til hinder for, at der anvendes bestemmelser i en medlemsstats lovgivning, der er strengere end dem, der er fastsat i dette direktiv for så vidt angår forbuddet mod at udnytte intern viden, forudsat at rækkevidden af den definition af intern viden, der gælder ved anvendelsen af denne lovgivning, er den samme for samtlige de fysiske eller juridiske personer, der er omfattet af denne lovgivning.

2) Såfremt nationale bestemmelser strider mod artikel 6 i direktiv 89/592, som følge af at visse fysiske eller juridiske personer specifikt fritages for et forbud mod at udnytte intern viden, der er strengere, end det i dette direktiv fastsatte forbud, skal den nationale ret undlade at anvende disse strengere bestemmelser over for samtlige de personer, som de kunne finde anvendelse på.«

Dommen viser, at adgangen efter artikel 6 til at skærpe det ganske begrænsede forbud i det nu ophævede insiderdirektiv forudsatte, at skærpelsen i national ret respekterede forbuddets opbygning i insiderdirektivet. Hvis den nationale gennemførelse af forbuddet kun havde skærpet forbuddet for nogle aktører, men ikke for alle omfattet af direktivets forbud, ville skærpelsen derfor være uforenelig med direktivet og dermed i strid med fællesskabsretten, hvilket ville føre til, at skærpelsen i national ret ikke kunne benyttes overhovedet. Det er i dag uafklaret, om forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivet udgør total harmonisering. Generaladvokaten antog i Spector Photo Group-sagen, jf. afsnit 5.6.4, at det var tilfældet, men EU-Domstolen undlod at tage stilling. Hvis det er lovligt for en medlemsstat at skærpe forbuddet i national ret, må principperne fra Verdonck-sagen antages at finde anvendelse, og skærpelsen må således skulle respektere forbuddets opbygning.

5.6.2. EU-Domstolens afgørelse i sag C-384/02 (Grøngaard og Bang)

Sagens baggrund

Sagen, der angik forbuddet mod videregivelse af intern viden i insiderdirektivets artikel 3, litra a, blev forelagt præjudicielt for EU-Domstolen af Københavns Byret (Danmark) i forbindelse med straffesagen mod Knud Grøngaard og Allan Bang.

Allan Bang var formand for Finansforbundet, der er en fagforening for ansatte i den finansielle sektor. Finansforbundet har ca. 50.000 medlemmer.

Knud Grøngaard var medarbejdervalgt medlem af bestyrelsen i selskabet RealDanmark, der var et større finansielt institut optaget til handel på et reguleret marked i Danmark med knap 7.000 ansatte. Han var samtidig udpeget af Finansforbundet som medlem af koncernsamarbejdsudvalget for RealDanmark (herefter »samarbejdsudvalget«). Dette var etableret i henhold til overenskomst mellem Finansforbundet og RealDanmark. Knud Grøngaard repræsenterede fagforeningen i samarbejdsudvalget. Endelig var han formand for Kapitalkreds – en af Finansforbundets 11 kredse – der med ca. 6.500 medlemmer organiserede over 90 pct. af de ansatte i RealDanmark.

Efter et ekstraordinært bestyrelsesmøde i RealDanmark videregav Knud Grøngaard den 23. august 2000 oplysninger til Allan Bang om planerne om at indgå i fusionsforhandlinger med Danske Bank, der er optaget til handel på et reguleret marked i Danmark.

Mellem den 28. august og 4. september 2000 konsulterede Allan Bang sine to næstformænd samt en af sine medarbejdere i Finansforbundets sekretariat, idet han videregav de samme oplysninger til dem, som han havde modtaget fra Knud Grøngaard. Den 31. august 2000 købte medarbejderen i sekretariatet aktier i RealDanmark for ca. 48.000 EUR.

Den 18. september 2000 deltog Knud Grøngaard i et bestyrelsesmøde i RealDanmark, hvor man drøftede detaljerne i fusionen. Den 22. september 2000 deltog han i et ekstraordinært møde i samarbejdsudvalget, hvor man ligeledes drøftede detaljerne i fusionen. Han rettede på ny henvendelse til Allan Bang den 26. september 2000 med henblik på at rådgive de ansatte om fusionens konsekvenser. De drøftede bl.a. tidsplanen for fusionen og de forventede kursstigninger på RealDanmarks aktier på mellem 60 og 70 pct.

Den 27. og 28. september 2000 videregav Allan Bang oplysninger om bl.a. den planlagte dato for offentliggørelsen af fusionen og det forventede bytteforhold til Finansforbundets sekretariatschef og til sin medarbejder. Den 29. september 2000 købte medarbejderen yderligere aktier i RealDanmark for ca. 214.000 EUR.

Den 2. oktober 2000 blev fusionen mellem RealDanmark og Danske Bank offentliggjort, og kursen på RealDanmarks aktier steg med ca. 65 pct. Medarbejderen solgte sine aktier i RealDanmark henholdsvis den 2. og 3. oktober 2000 med en samlet fortjeneste på ca. 180.000 EUR. Han er efterfølgende blevet straffet med seks måneders fængsel for overtrædelse af § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. om insiderhandel.

EU-Domstolens afgørelse

Under EU-Domstolens behandling af sagen blev følgende spørgsmål behandlet:

- »1) Er artikel 3, litra a, i direktiv 89/592 til hinder for, at en person videregiver intern viden, når personen har modtaget den interne viden i sin egenskab af medarbejdervalgt bestyrelsesmedlem i den virksomhed, som den interne viden angår, og videregivelsen sker til formanden for den faglige organisation, som organiserer de medarbejdere, der har valgt personen som bestyrelsesmedlem?
- 2) Er artikel 3, litra a, i direktiv 89/592 til hinder for, at en person videregiver intern viden, når personen har modtaget den interne viden i sin egenskab af medlem af virksomhedens koncernsamarbejdsudvalg, og videregivelsen sker til formanden for den faglige organisation, der har valgt personen som medlem af koncernsamarbejdsudvalget?
- 3) Er artikel 3, litra a, i direktiv 89/592 til hinder for, at en faglig organisations formand videregiver intern viden, når formanden har modtaget den interne viden under de i spørgsmål 1 nævnte omstændigheder, og videregivelsen sker til henholdsvis
- a) formandens to næstformænd,
 - b) den øverste administrative leder af organisationens sekretariat og
 - c) formandens medarbejder i organisationens sekretariat?
- 4) Er artikel 3, litra a, i direktiv 89/592 til hinder for, at en faglig organisations formand videregiver intern viden, når formanden har modtaget den interne viden under de i spørgsmål 2 nævnte omstændigheder, og videregivelsen sker til henholdsvis
- a) formandens to næstformænd,
 - b) den øverste administrative leder af organisationens sekretariat og
 - c) formandens medarbejder i organisationens sekretariat?
- 5) Hvilken betydning har det for besvarelsen af spørgsmål 1 til 4, at den interne viden, som videregives, er
- a) oplysning om, at der er indledt forhandling om fusion mellem to børsnoterede selskaber,
 - b) oplysning om datoen for en fusion mellem to børsnoterede selskaber, eller
 - c) oplysning om størrelsen af den kursstigning på aktierne i et børsnoteret selskab, der forventes, fordi selskabet skal fusioneres med et andet børsnoteret selskab?»

EU-Domstolen havde følgende generelle bemærkninger til fortolkningen af insiderdirektivets artikel 3, litra a:

»[26] I henhold til artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 finder forbuddet mod videregivelse af intern viden ikke anvendelse på videregivelse af intern viden som et normalt led i udøvelsen af en persons beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

[27] Selv om denne regel efter sin ordlyd kan dække meget forskellige situationer, skal den som en undtagelse fra et generelt forbud og under hensyn til den effektive virkning af direktiv 89/592 fortolkes strengt.

[28] Den strafferetlige karakter af sagen mod Knud Grøngaard og Allan Bang og det strafferetlige legalitetsprincip, som finder anvendelse i en sådan sag, har ikke indflydelse på den strenge fortolkning, som skal anlægges af artikel 3, litra a), i direktiv 89/592. Som generaladvokaten har anført i punkt 24 i forslaget til afgørelse, kan fortolkningen af et direktivs anvendelsesområde ikke afhænge af den civile, strafferetlige eller

administrative karakter af det nationale søgsmål, hvorunder denne fortolkning er gjort gældende.

[29] Desuden tilkommer det den forelæggende domstol at sikre, at retssikkerhedsprincippet overholdes ved fortolkningen ud fra direktivets ordlyd og formål af de nationale bestemmelser, der er vedtaget til dets gennemførelse (jf. dom af 12.12.1996, forenede sager C-74/95 og C-129/95, X, Sml. I, s. 6609, præmis 26).

[30] Der henvises tillige til, at forpligtelsen for den nationale domstol til at henholde sig til direktivets indhold, når den fortolker de relevante bestemmelser i national ret, begrænses, navnlig når en sådan fortolkning på grundlag af direktivet og uafhængigt af vedtagelsen af en lov til dets gennemførelse danner grundlag for at afgrænse eller skærpe strafansvaret for personer, der har overtrådt direktivets bestemmelser (jf. bl.a. dom af 8.10.1987, sag 80/86, Kolpinghuis Nijmegen, Sml. s. 3969, præmis 13, og dommen i sagen X, præmis 24).

[31] Med hensyn til rækkevidden af undtagelsen i artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 skal det fastslås, at denne bestemmelse, idet den kræver, at videregivelsen af intern viden sker som et normalt led i udøvelsen af en persons beskæftigelse, erhverv eller funktioner, opstiller en betingelse om en tæt forbindelse mellem videregivelsen og udøvelsen af beskæftigelsen, erhvervet eller funktionerne, for at begrunde en sådan videregivelse.

[32] Ved bedømmelsen af rækkevidden af denne betingelse skal de mål, der forfølges med direktiv 89/592, tages i betragtning.

[33] Det fremgår af anden til femte betragtning til direktiv 89/592, at det med direktivet tilsigtes at sikre det sekundære værdipapirmarkeds tilfredsstillende funktion og at beskytte investorenes tillid, som bl.a. afhænger af, at de stilles lige, og at de er beskyttet mod ulovlig anvendelse af intern viden.

[34] I lyset af disse mål og henset til den omstændighed, at artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 udgør en undtagelse, der skal fortolkes strengt, er videregivelse af intern viden kun begrundet, hvis den er strengt nødvendig for udøvelsen af beskæftigelse, erhverv eller funktioner og overholder proportionalitetsprincippet.

[35] I tilfælde af flere på hinanden følgende videregivelser skal hver enkelt videregivelse opfylde disse betingelser for at være omfattet af undtagelsen i artikel 3, litra a), i direktiv 89/592.

[36] Ved bedømmelsen af, om en videregivelse af intern viden er nødvendig, skal det desuden tages i betragtning, at enhver yderligere videregivelse kan øge risikoen for, at denne viden udnyttes til formål, som er i strid med direktiv 89/592.

[37] For at fastslå, om en videregivelse er nødvendig i et konkret tilfælde, skal der tillige tages hensyn til følsomheden af den pågældende interne viden.

[38] Der skal udvises særlig forsigtighed, når der er tale om videregivelse af intern viden, som klart vil kunne påvirke kursen på de pågældende værdipapirer mærkbart. I denne forbindelse bemærkes, at intern viden om en fusion mellem to børsnoterede selskaber generelt er af særlig følsom karakter.

[39] Det skal ligeledes bemærkes, at undtagelsen i artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 skal fortolkes under hensyn til særegenheder i gældende national ret.

[40] Hvad der bør anses for et normalt led i udøvelsen af en persons beskæftigelse, erhverv eller funktioner, afhænger således – i mangel af harmonisering på området – i vidt omfang af reglerne om disse spørgsmål i de forskellige nationale retssystemer.

[41] Endelig bemærkes, at direktiv 89/592 fastsætter mindstekrav vedrørende forbuddet mod at udnytte og videregive intern viden.

[42] Således kan den enkelte medlemsstat i medfør af artikel 6 i direktiv 89/592, forudsat de finder almindelig anvendelse, fastsætte strengere bestemmelser end dem, der er foreskrevet i dette direktiv.«

EU-Domstolen overgik herefter til behandlingen af de forelagte spørgsmål. EU-Domstolen behandlede spørgsmål 1 og 2 samlet. Ligeledes blev spørgsmål 3 og 4 behandlet samlet. Spørgsmål 5 blev ikke behandlet under henvisning til besvarelsen af de første fire spørgsmål.

I relation til spørgsmål 1 og 2 konkluderede EU-Domstolen følgende:

»[48] På baggrund af det ovenstående skal det første og det andet spørgsmål besvares med, at artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 er til hinder for, at en person, som modtager intern viden i sin egenskab af repræsentant for arbejdstagerne i bestyrelsen for et selskab eller i sin egenskab af medlem af samarbejdsudvalget for en koncern, videregiver sådan viden til formanden for den faglige organisation, som organiserer disse arbejdstagere, og som har valgt personen som medlem af samarbejdsudvalget, medmindre:

- der er en tæt forbindelse mellem videregivelsen og udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner, og
- videregivelsen er strengt nødvendig for udøvelsen af nævnte beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

Ved efterprøvelsen skal den nationale ret på baggrund af de gældende nationale regler særlig tage hensyn til:

- at den nævnte undtagelse fra forbuddet mod videregivelse af intern viden skal fortolkes strengt,
- at enhver yderligere videregivelse kan øge risikoen for, at den interne viden udnyttes til formål, som er i strid med direktiv 89/592, og
- følsomheden af den interne viden.«

I relation til spørgsmål 3 og 4 konkluderede EU-Domstolen følgende:

»[54] På baggrund af det ovenstående skal det tredje og det fjerde spørgsmål besvares med, at artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 er til hinder for videregivelse af intern viden fra formanden for en faglig organisation til medarbejdere som de i disse spørgsmål omhandlede, medmindre videregivelsen sker på de betingelser, som er angivet i svaret på det første og det andet spørgsmål. Ved efterprøvelsen skal den nationale ret på baggrund af de gældende nationale regler særlig tage hensyn til de kriterier, som ligeledes er angivet i dette svar.«

I relation til spørgsmål 5 anførte EU-Domstolen følgende:

»[55] Henset til besvarelsen af de første fire spørgsmål er det ufornuddent at besvare det femte spørgsmål.«

På grundlag af sagens præmisser afsagde EU-Domstolen herefter følgende afgørelse:

- »1) Artikel 3, litra a), i Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insider-handel er til hinder for, at en person, som modtager intern viden i sin egenskab af repræsentant for arbejdstagerne i bestyrelsen for et selskab eller i sin egenskab af medlem af samarbejdsudvalget for en koncern, videregiver sådan viden til formanden for den faglige organisation, som organiserer disse arbejdstagere, og som har valgt personen som medlem af samarbejdsudvalget, medmindre:
- der er en tæt forbindelse mellem videregivelsen og udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner, og
 - videregivelsen er strengt nødvendig for udøvelsen af nævnte beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

Ved efterprøvelsen skal den nationale ret på baggrund af de gældende nationale regler særlig tage hensyn til:

- at den nævnte undtagelse fra forbuddet mod videregivelse af intern viden skal fortolkes strengt,
- at enhver yderligere videregivelse kan øge risikoen for, at den interne viden udnyttes til formål, som er i strid med direktiv 89/592, og
- følsomheden af den interne viden.

- 2) Artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 er til hinder for videregivelse af intern viden fra formanden for en faglig organisation til medarbejdere som de i det tredje og det fjerde spørgsmål omhandlede, medmindre videregivelsen sker på de betingelser, som er angivet i svaret på det første og det andet spørgsmål.

Ved efterprøvelsen skal den nationale ret på baggrund af de gældende nationale regler særlig tage hensyn til de kriterier, som ligeledes er angivet i dette svar.«

Udvalget har noteret sig fra EU-Domstolens afgørelse, at muligheden for lovlig selektiv videregivelse af intern viden, der nævnes i markedsmisbrugsdirektivets artikel 3, litra a in fine, skal fortolkes indskrænkende og under hensyn til den risiko for strafbar benyttelse af den interne viden, som videregivelsen medfører. Herved skal sikres en effektiv efterlevelse af direktivets formål om at beskytte markedets funktion og investorernes tillid til markedet. Hvorvidt videregivelsen er lovlig, afhænger af den funktion, som insideren varetager efter national ret. Det påhviler den nationale dommer at fortolke en sådan adgang til lovlig videregivelse efter national ret i overensstemmelse med de kriterier for en restriktiv fortolkning, som EU-Domstolen fremhæver. Endvidere må den nationale dommer fortolke gerningsindholdet på samme måde uden at skele til, om sanktioneringen i national ret er administrativ eller strafferetlig. Det påhviler samtidig den nationale dommer at påse overholdelsen af grundlæggende strafferetlige retsgarantier.

Højesteret afsagde dom i sagen den 14. maj 2009. Højesteret fandt, at et medarbejdervalgt medlem af et selskabs bestyrelse som udgangspunkt har mulighed for at drøfte spørgsmål om en fusion af væsentlig betydning for de ansatte med formanden for sin faglige organisation. Endvidere fandt Højesteret, at det var sagligt begrundet og et normalt led i hvervet som formand for den faglige organisation, at denne videregav oplysningerne om fusionen til sine nærmeste medarbejdere og drøftede forholdene med dem. Knud Grøngaard og Allan Bang fandtes således ikke at have overtrådt § 36 i lov om værdipapirhandel m.v.

5.6.3. EU-Domstolens afgørelse i sag C-391/04 (Georgakis)

Sagens baggrund

Efter en børskrise i Grækenland i november 1996 opdagede myndighederne, at Georgakis-gruppen, der bestod af Charilaos Georgakis og visse familiemedlemmer, havde handlet indbyrdes i selskaberne Parnassos og Aremke, der begge var optaget til handel på et reguleret marked, hvor de enten direkte eller indirekte var hovedaktionærer. Disse handler blev iværksat efter råd fra deres finansielle rådgivere for at styrke kursen, og blev hovedsageligt foretaget indbyrdes mellem gruppens medlemmer og enkelte andre medsammensvorne uden, at det øvrige marked var bekendt hermed. Handlerne medførte en stigning på grund af den kunstige efterspørgsel, såkaldt *painting the tape*, der er en form for kursmanipulation. Efter græsk ret var både kursmanipulation og insiderhandel forbudt, og hr. Georgakis blev pålagt bøde af kapitalmarkedskommissionen. Han blev imidlertid ikke sanktioneret for kursmanipulation, men for insiderhandel, fordi han efter myndighedens opfattelse havde foretaget handlen under udnyttelse af intern viden. Han klagede til forvaltningsdomstolens 1. instans, der opretholdt bøden. Hr. Georgakis ankede herefter dommen og fik nu medhold, fordi appelretten fandt, at handlerne i det konkrete tilfælde, hvor der var informationsparitet, ikke kunne udgøre insiderhandel. Anklagemyndigheden iværksatte en kassationsanke, og i den forbindelse blev sagen forelagt EU-Domstolen præjudicielt efter EF-Traktatens artikel 234 (nu TEUF artikel 267). De præjudicielle spørgsmål angik fortolkningen af intern viden og af forbuddet mod insiderhandel i insiderdirektivets artikel 1 og 2, der lå bag de græske regler om insiderhandel.

EU-Domstolens afgørelse

Indledningsvis behandlede EU-Domstolen spørgsmålet om, hvorvidt anbefalingen fra virksomhedens finansielle rådgivere kunne betragtes som intern viden efter insiderdirektivets artikel 1, stk. 1:

»[25] Det fremgår af forelæggelseskendelsen, at Georgakis-gruppens medlemmers beslutning om efter samordning at virke på det sekundære marked for værdipapirer med henblik på at styrke aktiekursen for selskabet Parnassos, hvori de var hovedaktionærer og bestyrelsesmedlemmer, blev truffet efter råd fra deres finansrådgivere.

[26] Det følger af ordlyden af artikel 1, stk. 1, i direktiv 89/592, at oplysninger for at kunne betegnes »intern viden« skal opfylde flere betingelser. De må ikke være offentliggjort, de skal være præcise, de skal vedrøre en eller flere udstedere af værdipapirer eller et eller flere værdipapirer, og de skal, dersom de blev offentliggjort, mærkbart kunne påvirke kursen på disse værdipapirer.

[27] En anbefaling, som blot på grundlag af fagkundskaben udelukkende omhandler vedtagelsen af visse foranstaltninger, kan derfor ikke anses for at opfylde sådanne betingelser.«

»[30] Det fremgår af forelæggelseskendelsen, at Georgakis-gruppens finansrådgivere ikke befandt sig i en af de i nævnte artikel 2, stk. 1, omtalte situationer, og at deres anbefaling om at styrke Parnassos-aktien, da der var tegn på et kursfald for denne, heller ikke blev støttet på en oplysning modtaget fra en person, der befandt sig i en af de nævnte situationer.

[31] Medlemmerne af Georgakis-gruppen er derfor ved at følge deres finansrådgiveres anbefalinger ikke blevet tilskyndet til at foretage de i hovedsagen omhandlede transaktioner på baggrund af oplysninger, der opfyldte de i artikel 1, stk. 1, i direktiv 89/592 fremsatte

betingelser. De har heller ikke handlet ud fra oplysninger, der er givet direkte af en af de i direktivets artikel 2 omhandlede personer eller indirekte gennem tredjemand.

[32] Det skal efterfølgende undersøges, om nævnte gruppes medlemmer under de ovenfor beskrevne omstændigheder, efter at have deltaget i vedtagelsen af en beslutning som den i hovedsagen omtvistede, besad intern viden i henhold til artikel 1, stk. 1, i direktiv 89/592.

[33] Det ses, at Georgakis-gruppens medlemmers beslutning om at styrke Parnassos-aktien er en vedtagelse af en fælles opfattelse i denne gruppe vedrørende de transaktioner, der skal udføres mellem gruppens medlemmer for kunstigt at hæve kursen på Parnassos-værdipapirer. Kendskabet til en sådan beslutning samt til dens indhold udgjorde for dem, der deltog i dens vedtagelse, intern viden i henhold til artikel 1, stk. 1, i direktiv 89/592.

[34] Der er nemlig tale om en viden, som ikke er blevet offentliggjort, som er af præcis karakter og vedrører værdipapirer, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på Parnassos-aktier, og som endda ville kunne medføre deres børs kollaps.

[35] Det følger heraf, at personer som Georgakis-gruppens medlemmer alle er omfattet af det i artikel 2 i direktiv 89/592 omhandlede forbud om bevidst udnyttelse af intern viden, eftersom de var ophavsmænd til en sådan og besad denne viden i deres egenskab af hovedaktionærer i Parnassos og som medlemmer af selskabets bestyrelse.

[36] Endelig skal det undersøges, om Georgakis-gruppens medlemmer ved iværksættelsen af en beslutning som den inden for gruppen vedtagne – nemlig ved at udføre de aftalte børstransaktioner – efter betragtningen i artikel 2 i direktiv 89/592 har udnyttet intern viden, som de besad. Det følger nemlig af nævnte bestemmelse og af 12. betragtning til dette direktiv, at insiderhandel ikke blot kræver, at man er i besiddelse af intern viden, men ligeledes, at man udnytter den.

[37] Det fremgår af betragtning 2-5 til direktiv 89/592, at det med direktivet tilsigtes at sikre det sekundære værdipapirmarkeds tilfredsstillende funktion og at beskytte investorenes tillid, som bl.a. afhænger af, at de stilles lige, og at de er beskyttet mod ulovlig anvendelse af intern viden (jf. dommen i sagen Grøngaard og Bang, præmis 33).

[38] Det formål, der ønskes realiseret med det i artikel 2 i direktiv 89/592 fastsatte forbud, er således at sikre, at medkontrahenterne stilles lige i en børstransaktion, hvorved man undgår, at en person, som er i besiddelse af intern viden og dermed befinder sig i en fordelagtig stilling i forhold til andre investorer, profiterer heraf til skade for den, som ikke er i besiddelse af den interne viden.

[39] Såfremt alle medkontrahenterne i et tilfælde som det i hovedsagen omhandlede er i besiddelse af samme viden, er de stillet lige, og denne viden er ikke længere intern for dem som led i gennemførelsen af den beslutning, der er vedtaget inden for gruppen. Under disse omstændigheder udgør de på grundlag af denne viden udførte transaktioner mellem gruppemedlemmerne ikke en bevidst udnyttelse af intern viden i henhold til artikel 2 i direktiv 89/592, eftersom ingen af personerne kan drage fordel heraf i fordel til andre.«

I relation til spørgsmålet om, hvorvidt den udviste adfærd var udtryk for ulovlig kursmanipulation fremgår det af præmis 41-44:

»[41] Det er vel korrekt, at gennemførelsen af handlemåder med henblik på, via samordnede transaktioner, at fremkalde en kunstigt høj pris for visse værdipapirer kan medføre, at investorerne mister tillid til finansmarkedernes integritet, men det gælder dog fortsat, at anvendelsesområdet for direktiv 89/592 – den eneste fællesskabsretsakt, der finder anvendelse på hovedsagens faktiske omstændigheder – er begrænset til insideres udnyttelse af intern viden og til disse personers meddelelse af denne viden til tredjemand. Direktivets bestemmelser finder således ikke anvendelse på transaktioner, hvis formål er på samordnet vis at fastsætte kursen for visse værdipapirer kunstigt.

[42] Denne fortolkning bekræftes i 11. betragtning til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (EUT L 96, s. 16), hvori det fastslås, at Fællesskabets retsregler for beskyttelse af finansmarkedernes integritet på tidspunktet for direktivets vedtagelse var ufuldstændige, eftersom der i visse medlemsstater ikke fandtes lovgivning om kursmanipulation og udbredelse af vildledende oplysninger. Fortolkningen bekræftes ligeledes ved selve formålet med dette direktiv, som består i at forebygge og sanktionere markedsmisbrug, hvad enten der er tale om insiderhandel eller kursmanipulation, jf. definitionen i nævnte direktivs artikel 1, stk. 2.

[43] Endelig skal det bemærkes, at behovet for at sikre gennemsigtighed i de transaktioner, der udføres af personer med overordnet ansvar i et værdipapirudstedende selskab og i givet fald af personer tæt knyttet til førstnævnte, ikke i sig selv fremgik af direktiv 89/592, hvorimod det fremgår af betragtning 15, 26 og 27 til direktiv 2003/6, at begrebet gennemsigtighed, som forebyggende foranstaltning over for markedsmisbrug, ved vedtagelsen af dette direktiv i 2003 – der ved sin ikrafttrædelse ophævede direktiv 89/592 – er blevet indført i de fællesskabsretlige regler om beskyttelsen af markederne for finansielle instrumenter.

[44] Det forelagte spørgsmål skal derfor besvares med, at artikel 1 og 2 i direktiv 89/592 skal fortolkes således, at et selskabs hovedaktionærer og bestyrelsesmedlemmer, såfremt de aftaler at foretage indbyrdes børstransaktioner vedrørende dette selskabs værdipapirer med henblik på at skabe en kunstig kursstigning, er i besiddelse af intern viden, som de ikke bevidst udnytter, når de iværksætter de nævnte transaktioner.«

På grundlag af sagens præmisser afsagde EU-Domstolen herefter følgende afgørelse:

»Artikel 1 og 2 i Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insiderhandel skal fortolkes således, at et selskabs hovedaktionærer og bestyrelsesmedlemmer, såfremt de aftaler at foretage indbyrdes børstransaktioner vedrørende dette selskabs værdipapirer med henblik på at styrke selskabets kunstige kurs, er i besiddelse af intern viden, som de ikke bevidst udnytter, når de iværksætter de nævnte transaktioner.«

Udvalget har bemærket sig fra EU-Domstolens afgørelse, at forbuddet mod insiderhandel i det nu ophævede insiderdirektiv forudsatte både besiddelse og bevidst udnyttelse af den interne viden. Besiddelse af intern viden var således ikke tilstrækkeligt til at overtræde forbuddet. Efterfølgende har EU-Domstolen henvist til Georgakis-sagen i sin afgørelse i Spector Photo Group-sagen, jf. afsnit 5.6.4, og tilsvarende gælder derfor også efter markedsmisbrugsdirektivet, der udover besiddelse ligeledes stiller krav om benyttelse. I Georgakis-sagen fremhæver EU-Domstolen endvidere, at et væsentligt hensyn bag forbuddet mod insiderhandel er at stille investorerne lige. Definitionen af intern viden er derfor, at en part (insideren) har en informationsfordel (den interne viden) i forhold til sin modpart. Men hvis begge parter har samme interne viden

(informationsparitet), foreligger der ikke en sådan informationsfordel mellem parterne, og den interne viden er dermed ikke intern i forholdet mellem dem. Handel med informationsparitet kan således ikke udgøre insiderhandel efter insiderdirektivet, hvilket ligeledes gælder efter markedsmisbrugsdirektivet, der er opbygget på samme måde og har samme definition af intern viden. Udvalget bemærker, at forholdet efter en konkret vurdering af samtlige foreliggende omstændigheder kan udgøre kursmanipulation, jf. § 39 i lov om værdipapirhandel m.v. Den endelige vurdering heraf henhører under domstolene.

5.6.4. EU-Domstolens afgørelse i sag C-45/08 (Spector Photo Group NV)

Sagens baggrund

Sagen angik selskabet Spector Photo Group NV, der den 21. maj 2003 offentliggjorde et tilbagekøbsprogram, hvilket blev iværksat ved tilbagekøb fra den 28. maj og frem til den 30. august 2003. Efter at der opstod mistanke om, at selskabets tilbagekøb fra den 11. august 2003 og frem havde været påvirket af intern viden om en gunstig omsætning og om en planlagt overtagelse af et andet selskab, traf det belgiske børstilsyn CBFA den 28. november 2006 afgørelse om, at forholdet overtrådte det belgiske forbud mod insiderhandel og pålagde en sanktionsafgift. Denne afgørelse blev indbragt for en belgisk domstol, der forelagde sagen præjudicielt for EU-Domstolen. Uagtet at den omstridte handel blev gennemført før markedsmisbrugsdirektivets ikrafttræden, antog EU-Domstolen sagen til realitetsbehandling. EU-Domstolen anførte i den forbindelse, at det ikke fremgik af sagen, at den ønskede fortolkning af markedsmisbrugsdirektivet savnede enhver forbindelse med realiteten i hovedsagen eller dennes genstand, idet de faktiske omstændigheder i hovedsagen hidrørte fra tiden efter markedsmisbrugsdirektivets ikrafttræden og er blevet sanktioneret i henhold til den nationale lov om forbud mod insiderhandel. EU-Domstolen valgte derfor i overensstemmelse med den forelæggende domstols spørgsmål at foretage en fortolkning af markedsmisbrugsdirektivet. Af de præjudicielle spørgsmål, som den belgiske domstol havde stillet, er de tre første af interesse for udvalgets arbejde. Det første præjudicielle spørgsmål angår, om forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivet udgør fuldstændig harmonisering. Det andet spørgsmål angår, om forbuddet kan betragtes som overtrådt allerede ved den omstændighed, at der handles, mens man er i besiddelse af intern viden, eller om forbuddets krav om ”benyttelse” er et selvstændigt element i gerningsindholdet. Det tredje spørgsmål, der kun er relevant, såfremt det ved svaret på det andet spørgsmål lægges til grund, at benyttelse er et selvstændigt element, angår hvilke krav til bevis, der i givet fald skal stilles.

EU-Domstolens afgørelse

Indledningsvist behandlede EU-Domstolen det andet og tredje spørgsmål og anførte følgende:

”[31] Af definitionen i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 fremgår ikke, at den forbudte transaktion skal være foretaget »bevidst«, idet definitionen blot forbyder primære insidere at benytte intern viden, når de foretager en markedstransaktion. I artiklen defineres gerningsindholdet for den forbudte transaktion med udtrykkelig henvisning til to elementer, nemlig dels den personkreds, der kan henføres under bestemmelsens anvendelsesområde, dels transaktionens materielle gerningsindhold.

[32] Derimod fastsætter denne bestemmelse ikke udtrykkeligt subjektive betingelser vedrørende hensigten bag transaktionens materielle gerningsindhold. Artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 præciserer således ikke, om den primære insider skal have handlet i spekulativt øjemed, skal have haft svigagtigt forsæt eller skal have handlet forsætligt eller uagtsomt. Denne bestemmelse fastsætter ikke udtrykkeligt, at det skal fastslås, at den interne viden har været afgørende for beslutningen om at

foretage den pågældende markedstransaktion, ligesom bestemmelsen ikke udtrykkeligt stiller krav om, at den primære insider skal have været bevidst om den fortrolige karakter af den viden, som han var i besiddelse af.

[33] I denne forbindelse bemærkes, at fællesskabslovgiver med udformningen af direktiv 2003/6 har villet rette op på visse uhensigtsmæssigheder, som var konstateret, mens direktiv 89/592 var gældende. Formålet med artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592 var således at forbyde »personer, der [...] er i besiddelse af en intern viden« at foretage en markedstransaktion vedrørende værdipapirer, som berøres af denne interne viden, »idet de bevidst udnytter denne«. Gennemførelsen af denne bestemmelse i national ret har bevirket nuanceforskelle mellem medlemsstaternes fortolkninger af udtrykket »bevidst udnytter«, som i nogle nationale lovgivninger har fået karakter af krav om et psykisk element.

[34] På denne baggrund er Europa-Parlamentets og Rådets forslag til direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (2001/0118(COD)), fremlagt af Kommissionen for De Europæiske Fællesskaber den 30. maj 2001, baseret på ordlyden af artikel 2, stk. 1, i direktiv 89/592, idet udtrykket »bevidst« er udeladt, da »[de primære insidere] naturligvis dagligt har adgang til intern viden og er klar over, at de oplysninger, de modtager, er fortrolige«. Desuden fremgår det af de forarbejder, som i den forbindelse er nævnt i punkt 58 i generaladvokatens forslag til afgørelse, at Parlamentet i overensstemmelse med den af Kommissionen foreslåede objektive karakter af begrebet insiderhandel ønskede at erstatte verbet »udnytter« med verbet »benytter« for ikke i definitionen af insiderhandel at bibeholde noget element, der bygger på, at der er et bestemt formål med anvendelsen, eller at den foregår forsætligt.

[35] Disse omstændigheder viser, at artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 definerer insiderhandel objektivt, uden at bevæggrunden udtrykkeligt indgår i definitionen, for derved at opnå en ensartet harmonisering af national ret.

[36] For det første kan den omstændighed, at artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 ikke udtrykkeligt indeholder et psykisk element, forklares med insiderhandels særlige karakter, som ud fra bestemmelsens samlede gerningsindhold giver anledning til at formode, at et psykisk element indgår deri. Først og fremmest påhviler der de primære insidere omhandlet i artikel 2, stk. 1, litra a)-c), et særligt ansvar som følge af den fortrolighed, der består i forholdet mellem dem og det selskab, som har udstedt de værdipapirer, den interne viden vedrører. Desuden må en foretaget markedstransaktion nødvendigvis være et resultat af en række beslutninger truffet på en kompleks baggrund, hvilket principielt gør det muligt at udelukke, at gerningsmanden bag markedstransaktionen har kunnet foretage denne uden at være bevidst herom. Eftersom en sådan markedstransaktion er foretaget af en gerningsmand i besiddelse af intern viden, må denne viden principielt anses for at være indgået i gerningsmandens beslutningsproces.

[37] For det andet kan den omstændighed, at gerningsindholdet i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 ikke udtrykkeligt indeholder et psykisk element, forklares med formålet med direktiv 2003/6, hvilket er at sikre finansmarkedernes integritet i Fællesskabet og forbedre investorernes tillid til disse markeder, som det fremgår af direktivets anden og tolvte betragtning. Fællesskabslovgiver har valgt en model baseret på forebyggelse og administrativ sanktionering af insiderhandel, hvis virkning ville svækkes, hvis der gjaldt en betingelse om altid at efterprøve, om der foreligger et psykisk element. Kun hvis forbuddet mod insiderhandel gør det muligt at straffe for overtrædelser på effektiv vis, er det, som anført af generaladvokaten i punkt 55 i forslaget til afgørelse, slagkraftigt og fremmer varigt markedsdeltagernes lovlighed. Ikke kun for at sanktionere, men også for at forebygge overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel må en effektiv gennemførelse af dette forbud derfor bygge på en enkel konstruktion, hvor subjektive grunde kun indgår i et begrænset omfang.

[38] På grundlag af det samlede gerningsindhold af insiderhandel omhandlet i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 må det således formodes, at der foreligger en hensigt hos gerningsmanden bag denne transaktion.

[39] En sådan formodning kan dog ikke tilsidesætte de grundlæggende rettigheder, og særligt ikke princippet om uskyldsformodning, som bl.a. beskyttes i artikel 6, stk. 2, i den europæiske konvention til beskyttelse af menneskerettigheder og grundlæggende frihedsrettigheder, der blev undertegnet i Rom den 4. november 1950 (herefter »EMRK«).

[44] Princippet om uskyldsformodningen må anses for ikke at være til hinder for antagelsen omhandlet i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 af, at der af denne overtrædelses materielle gerningsindhold implicit kan udledes en hensigt hos gerningsmanden bag insiderhandel, eftersom denne formodning kan afkræftes og ikke strider mod forsvarsrettighederne.

[45] Hensynet til indførelse af en effektiv og ensartet ordning til forebyggelse og sanktionering af insiderhandel for at varetage det lovmæssige hensyn til at sikre finansmarkedernes integritet har således kunnet føre fællesskabslovgiver til at fastsætte en objektiv definition af gerningsindholdet af forbudt insiderhandel. Den omstændighed, at artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 ikke udtrykkeligt indeholder et psykisk element, bevirker ikke, at denne bestemmelse skal fortolkes således, at enhver primær insider, som er i besiddelse af intern viden og foretager en markedstransaktion, uden videre er omfattet af forbuddet mod insiderhandel.

[46] Således som det er fremhævet af bl.a. den italienske regering og Det Forenede Kongeriges regering ville en så vid fortolkning af artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 nemlig medføre en risiko for, at forbuddets anvendelsesområde udvidedes mere, end hvad der er hensigtsmæssigt og nødvendigt for at opfylde formålene med dette direktiv. En sådan fortolkning kunne i praksis føre til, at visse markedstransaktioner ville være forbudte, uden at de nødvendigvis skader de interesser, som det nævnte direktiv beskytter. Derfor må der sondres mellem, hvornår det at »benytte intern viden« kan skade disse interesser, og hvornår det ikke kan.

[47] Der må i den forbindelse henvises til formålet med direktiv 2003/6. Som det fremgår af direktivets titel, har det til formål at bekæmpe markedsmissbrug. I direktivets anden og tolvte betragtning udtales det, at direktivet – i lighed med direktiv 89/592 – forbyder insiderhandel for at sikre finansmarkedernes integritet og forbedre investorernes tillid, en tillid, som bl.a. afhænger af, at de stilles lige, og at de er beskyttet mod ulovlig anvendelse af intern viden (jf. analogt dom af 22.11.2005, sag C-384/02, Grøngaard og Bang, Sml. I, s. 9939, præmis 22 og 33).

[48] Formålet med det i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 fastsatte forbud mod insiderhandel er således at sikre, at medkontrahenterne stilles lige i en børstransaktion, hvorved man undgår, at en person, som er i besiddelse af intern viden og dermed befinder sig i en fordelagtig stilling i forhold til andre investorer, profiterer heraf til skade for den, som ikke er i besiddelse af den interne viden (jf. analogt dom af 10.5.2007, sag C-391/04, Georgakis, Sml. I, s. 3741, præmis 38).

[49] Således anførte Kommissionen i begrundelsen for sit forslag, som lå til grund for direktiv 2003/6, at der »kan være tale om markedsmissbrug i situationer, hvor investorer er blevet urimeligt forfordelt, enten direkte eller indirekte, ved at andre [...] har udnyttet viden, der ikke er offentligt tilgængelig, til deres egen eller andres fordel [...]». En sådan adfærd kan give et misvisende indtryk af handelen med finansielle instrumenter og underminere det generelle princip, at alle investorer skal være ligestillede med hensyn til [...] adgang til oplysninger. Insidere er i besiddelse af en fortrolig viden, og handel på grundlag af en sådan viden giver dem uberettigede økonomiske fordele på bekostning af »outsidere««. Direktivforslaget byggede således på et ønske om at forbyde insidere at drage fordel af intern viden i forbindelse med foretagelse af en markedstransaktion til skade for andre aktører på markedet, som ikke er i besiddelse af en sådan viden.

[50] Følgelig er der en nær sammenhæng mellem forbuddet mod insiderhandel og begrebet »intern viden«, der er defineret i artikel 1 i direktiv 2003/6 som »specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort«, som vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter, og som, »hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter«.

[52] Intern viden giver således i kraft af sin fortrolige og præcise karakter og det forhold, at den mærkbart kan påvirke kursen på de berørte finansielle instrumenter, den insider, som besidder den, en fordel i forhold til andre aktører på markedet, der ikke er i besiddelse af den. Denne viden giver nemlig insideren mulighed for at regne med, at han, når han foretager en markedstransaktion på grundlag af den, nyder økonomisk fordel heraf uden at løbe samme risici som andre aktører på markedet. De afgørende karakteristika ved insiderhandel består derfor i at drage uberettigede økonomiske fordele af oplysninger til skade for tredjemand, som ikke er i besiddelse af denne viden, og det med en skadelig indvirkning på finansmarkedernes integritet og investorernes tillid til følge.

[53] Følgelig finder forbuddet mod insiderhandel anvendelse, når en primær insider, som er i besiddelse af intern viden, utilbørligt benytter sig af den fordel, som han har herved, idet han foretager en markedstransaktion på grundlag af denne viden.

[54] Heraf følger, at den omstændighed, at en primær insider, som er i besiddelse af intern viden, foretager en markedstransaktion, der omhandler de finansielle instrumenter, som denne viden vedrører, med forbehold for overholdelse af forsvarsrettighederne og særligt retten til at kunne afkræfte denne formodning, er ensbetydende med, at personen »benytter denne viden« i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6.

[55] For ikke at udvide forbuddet fastsat i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 mere, end hvad der er hensigtsmæssigt og nødvendigt for at opfylde formålene med dette direktiv, kan visse situationer dog kræve en tilbundsgående prøvelse af de omstændigheder, hvoraf det kan fremgå, om brugen af intern viden rent faktisk har den utilbørlige karakter, som det nævnte direktiv har til formål at forbyde af hensyn til finansmarkedernes integritet og investorernes tillid.

[56] I denne forbindelse bemærkes, at der i præamblen til direktiv 2003/6 gives flere eksempler på situationer, hvor den omstændighed, at en primær insider, som er i besiddelse af intern viden, foretager en markedstransaktion, ikke i sig selv bør være ensbetydende med at »benytte intern viden« i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i direktivets artikel 2, stk. 1.

EU-Domstolen henviser i den forbindelse til betragtning 18, 29 og 30 i direktiv 2003/6 og konkluderer efterfølgende:

[61] Det følger af det foregående, at spørgsmålet om, hvorvidt en primær insider, som er i besiddelse af intern viden, »benytter denne viden« i den forstand, hvori udtrykket er anvendt i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6, skal besvares i lyset af direktivets formål, som er at sikre finansmarkedernes integritet og forbedre investorernes tillid, en tillid, som bl.a. afhænger af, at de stilles lige, og at de er beskyttet mod ulovlig anvendelse af intern viden. Kun en brug, som strider mod dette formål, udgør en forbudt insiderhandel.

For så vidt angår spørgsmålet om, hvorvidt markedsmisbrugsdirektivet udgør en fuldstændig harmonisering af forbuddet mod insiderhandel, bemærkede EU-Domstolen, at det af forelæggelsesafgørelsen fremgår, at dette spørgsmål er stillet ud fra den forudsætning, at det ville være i strid med direktivets artikel 2, stk. 1, at anse den omstændighed, at en primær insider, som er i besiddelse af intern viden, foretager en markedstransaktion, der omhandler de finansielle

instrumenter, som denne viden vedrører, for ensbetydende med, at personen »benytter denne viden« i bestemmelsens forstand. Henset til besvarelsen af det andet og det tredje præjudicielle spørgsmål konstateres, at den forudsætning, som dette første spørgsmål hviler på, ikke er til stede, og EU-Domstolen undlod derfor at besvare spørgsmålet.²⁸

På grundlag af sagens præmisser afsagde EU-Domstolen følgende afgørelse i relation til spørgsmål 1-3:

”Artikel 2, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) skal fortolkes således, at den omstændighed, at en person omhandlet i bestemmelsens stk. 2, som er i besiddelse af intern viden, og som direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning erhverver eller afhænder eller forsøger at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører, med forbehold for overholdelse af forsvarsrettighederne og særligt retten til at kunne afkræfte denne formodning, er ensbetydende med, at personen »benytter denne viden« i bestemmelsens forstand. Spørgsmålet om, hvorvidt denne person har overtrådt forbuddet mod insiderhandel, skal vurderes i lyset af direktivets formål, som er at sikre finansmarkedernes integritet og forbedre investorernes tillid, som bl.a. afhænger af, at de stilles lige, og at de er beskyttet mod ulovlig anvendelse af intern viden.”

Udvalget har fra EU-Domstolens afgørelse bemærket sig, at forbuddet skal fortolkes efter sit formål, som navnlig er at stille investorerne lige, og at forbuddets afgørende karakteristika er, at der ikke må drages uberettigede økonomiske fordele af oplysninger til skade for tredjemand, som ikke er i besiddelse af denne viden. Kun en brug, som strider mod dette formål, udgør en forbudt insiderhandel. Udvalget bemærker, at forbuddet således forudsætter en sådan benyttelse af intern viden, og at forbuddet ikke automatisk overtrædes ved at handle, mens man er i besiddelse af intern viden. Imidlertid vil en sådan handel på grund af den snævre sammenhæng mellem definitionen af intern viden og selve forbuddet skabe en formodning for, at den interne viden har haft indflydelse på beslutningen om at handle, hvilket opfylder kravet om, at den interne viden er benyttet. Denne formodning kan dog afkræftes. For ikke at udvide forbuddet mere, end hvad der er hensigtsmæssigt og nødvendigt for at opfylde dets formål, kan visse situationer dog kræve en tilbundsgående prøvelse af de omstændigheder, hvoraf det kan fremgå, om brugen af intern viden rent faktisk har den utilbørlige karakter, som markedsmisbrugsdirektivet har til formål at forbyde af hensyn til finansmarkedernes integritet og investorernes tillid.

²⁸ Generaladvokat Kokott havde dog taget stilling til spørgsmålet og fandt, at forbuddet udgjorde total harmonisering, hvilket indebærer, at medlemsstaterne ikke kan skærpe forbuddet.

Kapitel 6 – Dansk ret

6.1. Indledning

I dette kapitel gennemgås først forbuddet mod insiderhandel fra det blev introduceret i lov om Københavns Fondsbørs i 1986 til og med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet i dansk ret i 2005. Dernæst omtales hvilke personer, værdipapirer og transaktioner, der er omfattet af forbuddet.

Det bemærkes indledningsvis, at Københavns Fondsbørs forud for indførelsen af det første forbud mod insiderhandel i 1986 havde udstedt et sæt børsetiske regler, jf. afsnit 5.1. om Kommissionens henstilling. Dette regelsæt blev udstedt på baggrund af Kommissionens henstilling om etiske regler ved værdipapirhandel, og var derfor ikke bindende for børsens medlemmer.²⁹

6.1.1. Lov om Københavns Fondsbørs – 1986

Forbuddet mod insiderhandel blev indført ved lov nr. 316 af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs.

»Kapitel 11

MISBRUG AF OPLYSNINGER

§ 39. Køb eller salg af et børsnoteret værdipapir må ikke foretages af nogen, der har kendskab til endnu ikke offentliggjorte oplysninger vedrørende den pågældende udsteder, såfremt sådanne oplysninger må antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapiret.«

Af bemærkningerne til § 39 fremgår det:

»I § 39 foreslås et forbud mod misbrug af selskabsinformation, der endnu ikke er offentliggjort, såkaldt insider-handel. Det foreslås, at forbuddet skal omfatte al brug af ikke offentliggjort selskabsinformation ved køb og salg af børsnoterede værdipapirer. Forbudet omfatter alle. Forbudet vil således ramme f.eks. udenforstående rådgivere og personer, som har fået del i den ikke offentlige information på en mere tilfældig måde, f.eks. fra en person, som selv er insider. Såfremt et bestyrelsesmedlem i et børsnoteret selskab selv deltager i insiderhandel og desuden giver de ikke offentlige oplysninger videre til en anden, ville det ikke føles rimeligt, at den ene transaktion skulle være forbudt og den anden ikke. Ved at lade reglen omfatte alle personer, der har kendskab til denne type information, undgås også den vanskelige afgrænsning af, hvilke insidere der skal omfattes af reglen. Også personer, som får sådanne oplysninger i kraft af deres stilling i et andet selskab eller i en offentlig institution, vil blive ramt af forbudet. Reglerne rammer de tilfælde, hvor oplysningen »må antages at få betydning«. Med hensyn til beviskrav skal »må antages« forstås i overensstemmelse med aftalelovens § 33, der indeholder samme udtryk.

²⁹ Kommissionens henstilling 77/534/EØF af 25. juli 1977 om europæiske etiske regler vedrørende handel med værdipapirer (EF-Tidende 1977 nr. L 212, s. 37).

I tilfælde, hvor en person har udnyttet ikke offentliggjort information, som er af betydning for kurserne på et værdipapir over for en godtroende medkontrahent, vil aftalelovens almindelige ugyldighedsregler (§§ 31, 33 eller 36) kunne komme til anvendelse. Overtrædelse af fondsbørslovens § 39 er strafsanktioneret, jfr. § 44³⁰

6.1.2. Betænkning af 1991 om insiderhandel

På baggrund af insiderdirektivet nedsatte man et børsudvalg, der i marts 1991 afgav en betænkning om insiderhandel (insiderbetænkningen).³¹ Betænkningens formål var at udrede, om de danske regler vedrørende insiderhandel var tilstrækkelige efter direktivet, herunder komme med eventuelle forslag til, hvordan reglerne kunne ændres.³²

Børsudvalget skrev indledningsvis i sin betænkning på side 33:

»Det er udvalgets opfattelse, at der ikke i forbindelse med gennemførelsen af de nye insider-regler skal ske en lempelse i forhold til den gældende bestemmelse i fondsbørslovens § 39 om forbud mod insider-handel, der i bemærkningerne til den nuværende bestemmelse er omtalt som »et forbud mod misbrug af selskabsinformation, der endnu ikke er offentliggjort«. § 39 er dog i forhold til direktivets bestemmelser ganske kortfattet, og udvalget har derfor fundet anledning til i visse sammenhænge at præcisere og afgrænse forbudet mod insider-handel nærmere.«

I det følgende afsnit på side 33-34 fortsatte udvalget:

»Udvalget ønsker at understrege, at man ved fastlæggelsen af rækkevidden af insider-forbudene såvel ved den nærmere afgrænsning af forbudene som i de konkrete tilfælde må lægge vægt på det generelle formål, som ønskes tilgodeset med disse forbud. Insider-forbudene må ses som et udslag af de tre grundprincipper for børshandel, nemlig kravet om *redelighed*, om *gennemskuelse* og om *ligelighed*, jf. generalklausulen i fondsbørslovens § 11. Specielt i relation til insider-forbudene er der behov for at beskytte *mod uhæderlig anvendelse af intern viden*.«

I det følgende afsnit på side 34 fortsatte udvalget:

»Udvalget har på en række områder anbefalet løsninger, der rækker videre end minimumsdirektivet. Således [...] ved at lade insider-forbudene omfatte mere end den forsætlig udnyttelse af intern viden, [...] Baggrunden for disse anbefalinger er et ønske om at undgå at vanskeliggøre bevisførelsen gennem indsnævrende afgrænsningsregler.«

Da forbuddet mod insiderhandel var placeret i lov om Københavns Fondsbørs, var uagtsomhed tilstrækkelig tilregnelse, jf. straffelovens § 19, 2. pkt. Insiderdirektivet krævede derimod forsætlig udnyttelse, altså en højere grad af tilregnelse. Udvalget ønskede ikke at lempe det danske forbud ved at skærpe kravene til tilregnelse.

I fjerde afsnit på side 34 fortsatte udvalget:

³⁰ Lovforslag nr. L 147 fremsat den 29. januar 1986 af industriministeren om forslag til Lov om Københavns Fondsbørs.

³¹ Betænkning nr. 1216/1991 afgivet af Børsudvalget i marts 1991.

³² Børsudvalget afgav først sin betænkning efter lovforslaget til ændring af lov om Københavns Fondsbørs var fremsat, men Erhvervsudvalget tilrettede visse dele af lovforslaget efter betænkningen, jf. nedenfor i afsnit 6.1.3.

»Udvalget ønsker endelig at påpege, at man ved udformningen af visse af de foreslåede bestemmelser har lagt afgørende vægt på at opstille regler med det formål at begrænse mulighederne for, at insider-handel forekommer. Reglernes *præventive virkning* har således været afgørende.«

Udvalget ønskede således ikke at lempe forbuddet mod insiderhandel, som det fremgik af lov om Københavns Fondsbørs fra 1986, men at præcisere og afgrænse forbuddet. Insiderdirektivets forbud, som var mere lempeligt end gældende dansk ret, blev herved fraveget i skærpende retning. Dette var udtrykkeligt tilladt efter direktivets artikel 6, der var indsat i direktivet for at tilgodese de medlemsstater, hvis nationale lovgivning i lighed med Danmarks gik videre end direktivets krav.

Endvidere præciserede udvalget, at man ved fastlæggelsen af rækkevidden af insiderforbuddene i de konkrete tilfælde måtte lægge vægt på kravene om redelighed, gennemskuelighed og ligelighed samt behovet for at beskytte mod uhæderlig anvendelse af intern viden.

6.1.3. Lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs – 1991

Insiderbetænkningen dannede grundlag for en ændring af lov om Københavns Fondsbørs i 1991.³³ Af hensyn til tilliden til det danske værdipapirmarked ønskede regeringen at fremskynde en gennemførelse af insiderdirektivets bestemmelser. Lovforslaget blev derfor fremsat, inden udvalget afgav sin betænkning i marts 1991. Dette fremgår af de indledende bemærkninger til lovforslaget, og lovforslaget blev under udvalgsbehandlingen ændret på flere punkter, da betænkningen fremkom.

Insiderforbuddet blev i ændringsloven flyttet til § 39 a og fik følgende ordlyd:

»§ 39 a. Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.«

Af bemærkningerne til § 39 a fremgår det:

»Forbudet mod misbrug af intern viden i forbindelse med køb og salg af værdipapirer svarer til den gældende lovs § 39, medens forbudet mod rådgivning og anden form for tilskyndelse til handel på grundlag af intern viden er nyt.«³⁴

Formuleringen af forbuddet var dog ændret lidt. Dels blev tilskyndelse til køb og salg omfattet af forbuddet, fordi insiderdirektivets artikel 3, litra b, omfattede et særskilt forbud mod tilskyndelse. Dels blev det sidste led i forbuddet ændret fra »... *såfremt sådanne oplysninger må antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapiret*« til en henvisning til intern viden, hvor formuleringen blev genbrugt i definitionen af intern viden, og man tilføjede i stedet »... *som kan være af betydning for handelen*« i gerningsindholdet.

³³ Lov nr. 343 af 6. juni 1991 om ændring af lov om Københavns Fondsbørs.

³⁴ Lovforslag nr. L 85 fremsat den 23. januar 1991 af industriministeren om forslag til Lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs (Insider-handel).

Betingelsen om at der skulle være tale om oplysninger, der måtte antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapiret, fremgik herefter i den nye formulering af forbuddet mod insiderhandel ved definitionen af intern viden i den nye § 39, og hvis definition var en videreudvikling af formuleringen i den tidligere § 39.

»§ 39.

Stk. 2. Ved intern viden forstås 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 oplysningerne blev offentliggjort.«

Kravet i § 39 a om, at den interne viden, som defineret i § 39, stk. 2, skulle være »af betydning for handlen«, må opfattes som et krav om brug, der supplerede kravet om besiddelse (»nogen, som har intern viden«).

Begrebet *intern viden* fik således ved lovændringen i 1991 en central betydning i forbuddet mod insiderhandel. Det skyldtes påvirkningen fra insiderdirektivet, der definerede begrebet i artikel 1, nr. 1. Elementerne i kvalificeringen af intern viden i den nye § 39, stk. 2, indeholdt flere ligheder med indholdet af den tidligere § 39 i lov om Københavns Fondsbørs. For det første skulle der være tale om »oplysninger der ikke var offentliggjorte«, og for det andet skulle der være tale om oplysninger, der, hvis de blev offentliggjort, ville »have betydning for kursdannelsen på værdipapiret«.

Af insiderbetænkningen fremgår det på side 21, at udvalget ikke antog, at der var forskel på »offentliggjort viden« efter insiderdirektivets artikel 1 og »offentliggjorte oplysninger« efter § 39 i lov om Københavns Fondsbørs. Udvalget fastslog derefter, at en oplysning i relation til insiderforbuddene måtte anses for offentliggjort, når der var sket en for markedet »generel og relevant videreformidling af oplysningerne«. Endvidere fastslog udvalget som en bevisteknisk regel, at »offentliggørelse ubetinget må anses for sket, når oplysningerne er fremkommet til Fondsbørsen og videresendt herfra.«.³⁵ Disse overvejelser blev indsat som § 39, stk. 3, i lov om Københavns Fondsbørs og dermed lovfæstet.

Af insiderbetænkningen fremgår det, at udvalget antog, at udtrykket »må antages« fra forbuddets indførelse i 1986 indebar en svækkelse af beviskravene til årsagssammenhængen mellem oplysninger og kursdannelse, således at det blev lettere at bevise, at der forelå insiderhandel.³⁶ Der var altså tale om et egnethedskriterium, der havde den fordel, at spørgsmålet om årsagssammenhæng blev sat i baggrunden.³⁷ Dette kriterium mente udvalget burde opretholdes.

I forbindelse med lovændringen blev der i § 39 a, stk. 3 og 4, indsat to undtagelser til forbuddet i § 39 a, stk. 1:

»Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder samt realkreditinstitutter og andre obligationsudstedende institutter foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre eller handelen sker som et normalt led i virksomhedens funktion som marketmaker i det pågældende værdipapir.

³⁵ Betænkning nr. 1216/1991 afgivet af Børsudvalget i marts 1991, s. 23.

³⁶ Betænkning nr. 1216/1991 afgivet af Børsudvalget i marts 1991, s. 29.

³⁷ Betænkning nr. 1216/1991 afgivet af Børsudvalget i marts 1991, s. 29, pkt. 4.1.5.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller den, der handler på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommende stats pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.«

Af bemærkningerne til § 39 a, stk. 3 og 4, fremgår det:

»Stk. 3 og 4 indeholder undtagelser for tilfælde, hvor den samfundsskadelighed, der er baggrunden for insider-forbudet, ikke gør sig gældende. Med stk. 3 undtages fondshandlers sædvanlige handler. Disse situationer, der ikke bør rammes af insider-reglerne, er dels handler for kunder, når handlerne sker som et normalt led i effektivering af kunders ordrer dels handler som er et normalt led i virksomhedernes funktion som market-maker. Stk. 4 er en undtagelse fra insider-forbudet, således at stater og centralbanker kan handle værdipapirer som led i den pågældende stats pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.«

I forbindelse med indsættelsen af § 39 a blev der tillige indsat en ny straffebestemmelse i § 44 a:

»§ 44 a. Overtrædelse af § 39 a, stk. 1, og § 38 b straffes med bøde, hæfte eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er overtrædelse af § 39 a, stk. 1, forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller når et større antal forsætlige overtrædelser er begået, kan straffen stige til fængsel i 4 år.«

Af bemærkningerne til § 44 a fremgår det:

»Ved udnyttelse af intern viden er der mulighed for at opnå betydelige gevinster. Med § 44 a tilsigtes det at fastsætte en strafferamme der svarer til straffen for overtrædelse af en række formueforbrydelser i straffeloven, som grovere insider-sager har betydelig lighed med. En sådan strafferamme må også antages at have en præventiv virkning.«

6.1.4. Lov om værdipapirhandel m.v. – 1995

Ved lov nr. 1072 af 20. december 1995 erstattedes lov om Københavns Fondsbørs m.fl. af lov om værdipapirhandel m.v. Dette skete som en konsekvens af børsreformen af 1995 (Børsreform II). Reformen var bl.a. forberedt ved Børsudvalgets betænkning nr. 1290/1995. Der blev fremlagt et lovforslag L 250 (samlingen 1994/95), før betænkningen blev afgivet.³⁸ Lovforslaget bortfaldt ved samlingens ophør og blev genfremsat med visse ændringer som lovforslag L 71 (samlingen 1995/96), der blev vedtaget.

Kapitel 11 om misbrug af oplysninger i lov om Københavns Fondsbørs blev overført til kapitel 10 om misbrug af intern viden og kursmanipulation i lov om værdipapirhandel m.v. Under det nye kapitel i lov om værdipapirhandel m.v. blev § 39, stk. 2 og stk. 3, i lov om Københavns Fondsbørs indsat som § 34, stk. 2, og § 39 a, stk. 1, i lov om Københavns Fondsbørs blev indsat som § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

³⁸ Børsreformen skete navnlig for at gennemføre Rådets direktiv 93/22/EØF af 10. maj 1993 om investeringsservice i forbindelse med værdipapirer (EF-Tidende 1993 nr. L 141, s. 27) (investeringsservicedirektivet).

»Kapitel 10

Misbrug af intern viden og kursmanipulation

§ 34. Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden og kursmanipulation vedrørende:

- 1) Værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads eller tilsvarende regulerede markeder for værdipapirer i et land inden for Den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftale med.
- 2) Unoterede instrumenter, der er knyttet til et eller flere værdipapirer, der er optaget til notering på en fondsbørs eller handles på en autoriseret markedsplads.

Stk. 2. Ved intern viden forstås 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 oplysningerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til en fondsbørs, når oplysningen er videresendt herfra.

Stk. 3. Ved kursmanipulation forstås handlinger som nr. 1-4, der er egnet til at påvirke kursen på værdipapirer eller unoterede instrumenter efter stk. 1 i en retning, der afviger væsentligt fra disses værdi i markedet, ved

- 1) offentliggørelse eller udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer,
- 2) indberetning af handel med egne værdipapirer, herunder handel med et koncernforbundet selskabs værdipapirer, uden at det er markedet bekendt,
- 3) indberetning af handel med sig selv, herunder handel med koncernforbundne selskaber, uden at det er markedet bekendt, eller
- 4) indberetning af handel, når det mellem køber og sælger er aftalt, at tab dækkes på anden måde, uden at det er markedet bekendt.

§ 35. Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

Stk. 2. Har en værdipapirhandler viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i besiddelse af intern viden, må værdipapirhandleren ikke medvirke til handelens gennemførelse.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan værdipapirhandlere foretage sædvanlig handel, såfremt handelen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre eller handelen sker som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

Stk. 4. Bestemmelserne i stk. 1 og 2 finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller den, der handler på disses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkommende stats pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik.«

Af bemærkningerne til loven fremgår det, at der ikke hermed var tiltænkt væsentlige ændringer i forhold til de tidligere bestemmelser i lov om Københavns Fondsbørs, og der henvises i øvrigt til insiderbetænkningen af 1991.³⁹ Ændringerne angik da også fortrinsvis en henvisning til »fondsbørser«, hvor man før havde henvist til Københavns Fondsbørs, hvilket var en konsekvens af, at fondsbørsvirksomhed blev privatiseret ved reformen.

³⁹ Betænkning nr. 1216/1991 afgivet af Børsudvalget i marts 1991.

Overskriften til kapitel 10 fik dog tilføjet »kursmanipulation«, da forbuddet mod dette blev introduceret med lov om værdipapirhandel m.v.

6.1.5. Lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. – 2004

På baggrund af markedsmisbrugsdirektivet ændredes lov om værdipapirhandel m.v. ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, der trådte i kraft den 1. april 2005.⁴⁰

Som der er redegjort nærmere for i kapitel 5, er der foretaget visse ændringer i markedsmisbrugsdirektivets forbud mod insiderhandel sammenholdt med den mere lempelige formulering i insiderdirektivet fra 1989. I Kommissionens første udkast til markedsmisbrugsdirektivet angik forbuddet *udnyttelse af intern viden*, hvor det i insiderdirektivet angik *bevidst* udnyttelse af intern viden. Under direktivforhandlingerne blev ordet *udnytte* erstattet med *benytte*. Forbuddet angik herefter *benyttelse af intern viden*. Imidlertid havde man ved gennemførelsen af insiderdirektivet i 1991 i overensstemmelse med muligheden herfor efter direktivet bevaret den tidligere forståelse af forbuddet, der var mere vidtgående end insiderdirektivets.

Den ændrede ordlyd af forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, resulterede derfor ikke i ændringer af det danske forbud i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Økonomi- og erhvervsministeren udtalte som svar på en henvendelse fra Erhvervsudvalget:

»Jeg skal i den forbindelse gøre opmærksom på, at der ikke med lovforslaget foretages ændringer i formuleringen af lovens forbud mod insiderhandel i § 35, stk. 1.«⁴¹

Derimod blev der tilføjet to nye undtagelser i § 35, stk. 2, på baggrund af markedsmisbrugsdirektivets 29. indledende betragtning og artikel 2, stk. 3.

»§ 35, stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på

- 1) køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelsen af købstilbuddet, og
- 2) køb og salg af værdipapirer, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse, forudsat at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet for handelens gennemførelse og at

⁴⁰ Lov om værdipapirhandel m.v. er efterfølgende bl.a. blevet ændret ved lov nr. 108 af 7. februar 2007 i forbindelse med gennemførelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF (gennemsigtighedsdirektivet) og Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter, om ændring af Rådets direktiv 85/611/EØF og 93/6/EØF samt Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 93/22/EØF (MiFID-direktivet). Ændringerne har dog ikke haft betydning for forbuddets indhold eller fortolkning, og er derfor ikke medtaget som et selvstændigt afsnit.

⁴¹ Erhvervsudvalget, Betænkning over lovforslag L 13 (samling 2004/05 I), bilag. Svar fra økonomi- og erhvervsministeren på spørgsmål 3.

forpligtelsen er baseret på en aftale, der er indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.«

Af bemærkningerne til § 35, stk. 2, nr. 1, fremgår følgende:

»Den foreslåede bestemmelse vedrører brug af intern viden om et andet selskab i forbindelse med fremsættelse af et offentligt købstilbud [...] I forbindelse med forhandlinger om virksomhedsovertagelse og fusion er det normal praksis, at potentielle købere i samarbejde med deres rådgivere, forinden et ikke-fjendtligt overtagelsestilbud fremsættes, foretager en detaljeret undersøgelse (en såkaldt due diligence) af målselskabet. I forbindelse med en sådan undersøgelse er der risiko for, at den potentielle køber kommer i besiddelse af intern viden.

Som konsekvens heraf er den potentielle køber afskåret fra at handle med aktierne i målselskabet, indtil eventuelt intern viden, som den potentielle køber er kommet i besiddelse af, er offentliggjort. Hvis resultatet af den foretagne due diligence bliver negativt, og der ikke fremsættes noget købstilbud, må den undersøgende part og dennes rådgivere derfor afvente offentliggørelsen af den interne viden, forinden der foretages handel med målselskabets aktier. Det samme gælder i perioden op til offentliggørelsen af et eventuelt købstilbud.

Forbuddet mod insiderhandel forhindrer dog ikke fremsættelse og gennemførelse af et offentligt købstilbud i en sådan situation, hvilket er præciseret med den foreslåede bestemmelse i nr. 1. Investorernes interesser varetages i en sådan situation på anden vis end ved offentliggørelse af den interne viden. Ved fremsættelse af et offentligt købstilbud varetages interesserne for aktionærerne i målselskabet bl.a. ved reglerne i lovens §§ 31-32 om tilbudspligt og udarbejdelse og offentliggørelse af et tilbudsdokument. Risikoen for, at aktionærernes interesser skades, fordi de ikke har adgang til den interne viden, som tilbudsgiver måtte være kommet i besiddelse af ved en forudgående due diligence, er derfor ringe. Indholdet af den interne viden må antages at blive taget i betragtning af tilbudsgiver ved fastsættelsen af den pris, som aktionærerne tilbydes.«

Af bemærkningerne til § 35, stk. 2, nr. 2, fremgår følgende:

»Med forslaget til bestemmelsen i nr. 2 gennemføres markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 3. Såfremt en transaktion gennemføres til opfyldelse af en forpligtelse, som er blevet bindende forinden den forpligtede person opnår intern viden, følger det af den foreslåede bestemmelse, at forbuddet i stk. 1 ikke finder anvendelse. Der foreligger i en sådan situation ikke nogle valgmuligheder for personen i forhold til transaktionen, og der kan derfor heller ikke siges at foreligge noget misbrug af den interne viden.«

Undtagelserne gav anledning til spørgsmål under Erhvervsudvalgets behandling af lovforslaget. Ministeren udtalte bl.a. som svar på spørgsmålet vedrørende forståelsen af udtagelsen i § 35, stk. 2, nr. 1:

»Det er en korrekt forståelse af bestemmelsen, at det ikke kræves, at det afgivne tilbud og herunder tilbudsprisen skal afspejle den interne viden, som tilbudsgiver har på tilbudstidspunktet.

Det er i praksis meget udbredt, som Jesper Lau Hansen korrekt skriver, at der ved forberedelsen af et offentligt overtagelsestilbud foretages en såkaldt »due diligence«, dvs.

en undersøgelse af målselskabets forhold. Tilbudsgiver tager denne viden i betragtning, når han fastsætter sit tilbud.

I praksis indgår imidlertid andre parametre end den viden, som indhentes i forbindelse med en såkaldt »due diligence«. Tilbuddet vil ofte afspejle tilbudsgivers forventning til mulige synergieffekter i forbindelse med overtagelse af det selskab, som tilbuddet vedrører. Tilbudsgivers fastsættelse af en pris for målselskabet vil derfor ofte være et resultat af både tilbudsgivers forhold og målselskabets forhold. Tilbuddet kan endvidere gøres højt eller lavt af strategiske grunde, for eksempel fordi der med tilbuddet indledes en »budkrig«. Dette er de fleste aktionærer klar over.

.....

Som det fremgår af lovbemærkningerne, er aktionærerne i målselskabet beskyttede af reglerne i værdipapirhandelslovens §§ 31 og 32, der regulerer overtagelsestilbud samt af reglerne i en tilhørende bekendtgørelse.

Det følger af denne bekendtgørelse, at bestyrelsen i målselskabet er forpligtet til at udarbejde en redegørelse til selskabets aktionærer om fordele og ulemper ved tilbuddet, herunder set i forhold til selskabets forventede udvikling. Bestyrelsen har således mulighed for i sin udtalelse at imødegå et tilbud, der er »for lavt«. Det følger desuden af bekendtgørelsen, at den tilbudte kurs mindst skal svare til den højeste kurs, tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktier.«⁴²

Som svar på spørgsmålet vedrørende forståelsen af undtagelsen i § 35, stk. 2, nr. 2, svarede ministeren bl.a.:

»Jeg kan oplyse, at Kommissionen under udarbejdelsen af lovforslaget blev spurgt om, hvordan bestemmelsen i direktivets artikel 2, stk. 3, skal forstås. Kommissionen oplyste, at bestemmelsen alene omfatter tilfælde, hvor insideren har en *forpligtelse*, og at bestemmelsen ikke kan udstrækkes til også at omfatte situationer, hvor insideren kun har en *rettighed*.

Som Jesper Lau Hansen selv anfører, er det kun optionsgiveren, der er forpligtet af en optionsaftale. Optionshaveren har derimod kun en ret – men ikke en pligt – til at kræve aftalen opfyldt.

Det er derfor anført i bemærkningerne til lovforslaget, at undtagelsen ikke er anvendelig på optionshavers udøvelse af optioner eller andre rettigheder til at købe eller sælge værdipapirer. Derimod vil undtagelsen kunne anvendes i forhold til en optionsgiver, der opfylder sin forpligtelse i henhold til en optionsaftale.

Udtalelserne i lovbemærkningerne har støtte både i ordlyden af bestemmelsen i direktivet samt tilkendegivelser fra Kommissionen, og jeg finder derfor heller ikke på dette punkt grundlag for at ændre lovforslaget.

.....

⁴² Erhvervsudvalget, Betænkning over lovforslag L 13 (samling 2004/05 I), bilag. Svar fra økonomi- og erhvervsministeren på spørgsmål 3.

Udnyttelse af optioner omfattes imidlertid – i lighed med andre former for køb og salg af værdipapirer – alene af forbuddet mod insiderhandel, såfremt de almindelige betingelser for anvendelsen af forbuddet mod insiderhandel i lovens § 35, stk. 1, er opfyldte, hvilket også er understreget i bemærkningerne til lovforslaget.

Jeg skal i den forbindelse gøre opmærksom på, at der ikke med lovforslaget foretages ændringer i formuleringen af lovens forbud mod insiderhandel i § 35, stk. 1. Forslaget medfører derfor heller ikke nogen indskrænkning i ledende medarbejderes eller andre optionsindehaveres mulighed for at udnytte tildelte optioner i forhold til, hvad der gælder efter de nuværende regler.

Jesper Lau Hansens bemærkninger om, at der med forslaget indføres en kriminalisering af udnyttelsen af en optionsaftale er derfor efter min opfattelse ukorrekt.

Det vil således også fremover under normale omstændigheder være muligt for den ledende medarbejder og andre optionsindehavere at udnytte optioner, uanset om den ledende medarbejder måtte komme i besiddelse af intern viden mellem tidspunktet for tildelingen og udnyttelsen af optionen. Retsstillingen efter dansk lovgivning vil derfor fortsat komme til at ligge på linje med, hvad der gælder i de andre nordiske lande.«⁴³

Det er udvalgets opfattelse, at de to undtagelser i § 35, stk. 2, nr. 1 og 2, reelt blot kodificerede den gældende forståelse af forbuddet mod insiderhandel i dansk ret.

I ændringsloven tilføjede man yderligere en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel. Undtagelsen kom til at fremgå af § 35, stk. 5:

»Stk. 5. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller med værdipapirer som led i stabilisering af kursen på et værdipapir, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.«

Undtagelsen i § 35, stk. 5, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 8, der fastslår, at bl.a. forbuddet mod insiderhandel ikke gælder for den beskrevne situation.

Også denne bestemmelse om »safe harbour«, såfremt man overholder retningslinjerne i Kommissionens forordning nr. 2273/2003, må betragtes som en kodifikation af gældende ret, da en adfærd i overensstemmelse med forordningen også ville være lovlig bedømt efter gældende ret forud for gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet.

Den gældende regel om værdipapirhandlers sædvanlige handel blev videreført i lovens § 35, stk. 3, dog med mindre ændringer for at bringe bestemmelsen i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets 18. indledende betragtning.

Af bemærkningerne til § 35, stk. 3, fremgår følgende:

⁴³ Erhvervsudvalget, Betænkning over lovforslag L 13 (samling 2004/05 I), bilag. Svar fra økonomi- og erhvervsministeren på spørgsmål 3.

»I bestemmelsens 1. pkt. er det præciseret, at en værdipapirhandler, der alene loyalt udfører en kundes ordre, ikke er omfattet af forbuddet mod insiderhandel i stk. 1. Det følger af markedsmisbrugsdirektivets indledende betragtning 18, at den situation, hvor en værdipapirhandler blot loyalt udfører en kundes ordre, ikke i sig selv skal betragtes som insiderhandel. Disse værdipapirhandlere vil derfor ikke kunne ifalde et strafansvar for medvirken til insiderhandel. Dette gælder uanset, om værdipapirhandleren har kendskab til eller formodning om, at kunden er i besiddelse af intern viden. Det følger i stedet af forslaget til bestemmelsen i § 37, stk. 6, at værdipapirhandleren i en sådan situation har pligt til uden ugrundet ophold at underrette Finanstilsynet, når handlen er gennemført.

Det vil som følge af forslaget alene være værdipapirhandlere, der foretager handlinger, der ikke kan betegnes som en loyal udførelse af en kundes ordre, der vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel, jf. stk. 1. Bestemmelsens anvendelsesområde eksemplificeres i det følgende.

Hvis værdipapirhandleren hverken selv er i besiddelse af intern viden eller har kendskab til eller formodning om, at kunden besidder intern viden, følger det direkte af bestemmelsen i stk. 1, at værdipapirhandleren ikke kan drages til ansvar.

Som eksempel på en situation, der vil være omfattet af den foreslåede bestemmelse i stk. 3, 1. pkt., og hvor værdipapirhandleren i medfør af den foreslåede bestemmelse ikke vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel, kan nævnes, at en kunde overfor en værdipapirhandler giver oplysninger, hvoraf det fremgår, at kunden har adgang til intern viden af betydning for den værdipapirhandel, som kunden ønsker at gennemføre. Hvis værdipapirhandleren i en sådan situation ikke foretager sig andet end blot loyalt at gennemføre kundens ordre, følger det af forslaget, at værdipapirhandleren ikke vil kunne drages til ansvar for medvirken til insiderhandel.

Hvis en værdipapirhandler derimod fra en kunde – eller på anden måde – har fået kendskab til intern viden, som værdipapirhandleren herefter videregiver til andre kunder, der lader værdipapirhandleren gennemføre handler på baggrund heraf, vil værdipapirhandleren kunne ifalde strafansvar for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, jf. eventuelt straffelovens § 23 om medvirken. Derudover følger det af bestemmelsen i lovens § 36, at værdipapirhandleren vil kunne ifalde ansvar, såfremt værdipapirhandleren i sådanne situationer videregiver intern viden. Værdipapirhandleren vil også ifalde ansvar for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, såfremt værdipapirhandleren – uden at videregive den interne viden – tilskynder kunder til at gennemføre handler med et værdipapir, som værdipapirhandleren besidder intern viden i forhold til. Det karakteristiske for disse situationer er, at værdipapirhandleren er initiativtager til, at der gennemføres insiderhandel med værdipapiret, og at værdipapirhandleren foretager handlinger, der går videre end blot loyalt at gennemføre en kundes ordre. Hvis værdipapirhandleren derimod ikke foretager sig noget aktivt andet end blot loyalt at gennemføre en kundes ordre, følger det af bestemmelsen i stk. 3, 1. pkt., at værdipapirhandleren ikke kan drages til ansvar, uanset om værdipapirhandleren selv har kendskab til intern viden.

Af bestemmelsens 2. pkt. fremgår, at en værdipapirhandler og dennes ansatte ikke omfattes af forbuddet mod insiderhandel, såfremt der alene foretages sædvanlig handel som et normalt led i værdipapirhandlerens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir. Bestemmelsen svarer til den tilsvarende bestemmelse i den gældende lovs § 35, stk. 3. Dog er det som nævnt præciseret, at reglen også finder anvendelse på værdipapirhandlerens ansatte.«

Endvidere blev undtagelsen i den hidtidige lovs § 35, stk. 4, for medlemsstaterne og deres centralbanker udvidet til også at omfatte Det Europæiske System af Centralbanker.

6.2. Forbuddets anvendelsesområde

I henhold til § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. må køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handlen. Det danske forbud gælder således for enhver, herunder både fysiske og juridiske personer.

§ 34, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. afgrænser hvilke værdipapirer, der er omfattet af reglerne om insiderhandel:

»§ 34. Reglerne i dette kapitel omfatter misbrug af intern viden og kursmanipulation samt foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug vedrørende

- 1) værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende udenlandske markeder for værdipapirer samt værdipapirer, for hvilke der er indgivet en anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, og
- 2) værdipapirer, der ikke selv er omfattet af nr. 1, men som er knyttet til et eller flere værdipapirer som nævnt i nr. 1, samt andele omfattet af § 2, stk. 1, nr. 3.«

Begrebet værdipapirer er defineret i § 2, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.:

»§ 2. Denne lovs bestemmelser om værdipapirer finder anvendelse på følgende instrumenter:

- 1) Omsættelige værdipapirer (bortset fra betalingsinstrumenter), der kan handles på kapitalmarkedet, herunder
 - a) aktier i selskaber og andre værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, partnerskaber og andre foretagender, samt aktiebeviser,
 - b) obligationer og andre gældsinstrumenter, herunder beviser for sådanne værdipapirer, og
 - c) alle andre værdipapirer, hvormed værdipapirer nævnt under litra a eller b kan erhverves eller sælges, eller som afregnes kontant med et beløb, hvis størrelse fastsættes med værdipapirer, valutaer, rentesatser eller afkast, råvareindeks samt andre indeks og mål som reference,
- 2) pengemarkedsinstrumenter, herunder skatkammerbeviser, indlånsbeviser og commercial papers, dog ikke betalingsinstrumenter,
- 3) andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og andele i andre institutter for kollektiv investering,
- 4) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende værdipapirer, valutaer, renter eller afkast eller andre derivater, finansielle indeks eller finansielle mål, som kan afvikles fysisk eller afregnes kontant,
- 5) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør),
- 6) optioner, futures, swaps og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, som kan afvikles fysisk, såfremt de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet,

- 7) optioner, futures, swaps, terminskontrakter og enhver anden derivataftale vedrørende råvarer, der ikke er omfattet af nr. 6, og som kan afvikles fysisk og ikke har noget kommercielt formål, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin,
- 8) kreditderivater,
- 9) finansielle differencekontrakter (CFD'er),
- 10) optioner, futures, swaps, fremtidige renteaftaler (FRA'er) og enhver anden derivataftale, som vedrører klimatiske variable, fragtrater, emissionstilladelser eller inflationsrater eller andre officielle økonomiske statistikker, som skal afregnes kontant, eller som kan afregnes kontant, hvis en af parterne ønsker det (af anden grund end misligholdelse eller anden årsag til ophør), samt enhver anden derivataftale vedrørende aktiver, rettigheder, forpligtelser, indeks og mål, som ikke er omfattet af nr. 1-9, og som har karakteristika som andre afledte finansielle instrumenter, idet der bl.a. tages hensyn til, om de handles på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, cleares og afvikles via anerkendte clearinginstitutter eller er omfattet af regelmæssig fastsættelse af margin, og
- 11) omsættelige pantebreve med pant i fast ejendom eller løsøre.«

Finanstilsynet har efter § 2, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. mulighed for at fastsætte regler om, at nærmere bestemte værdipapirer, der ikke er nævnt i stk. 1, omfattes af alle eller dele af lovens regler om værdipapirer.

De danske regler om insiderhandel omfatter således samtlige former for værdipapirer, der er nævnt i § 2, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

For at reglerne om insiderhandel finder anvendelse stiller § 34, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. yderligere krav til ovenstående, idet der skal være tale om et værdipapir, der er optaget, eller hvor der foreligger en anmodning om optagelse,⁴⁴ til notering eller handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller tilsvarende udenlandske markeder for værdipapirer. Dog følger det af § 34, stk. 1, nr. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., at også unoterede værdipapirer, der er knyttet til et værdipapir omfattet af nr. 1 og unoterede andele i investeringsforeninger m.v.,⁴⁵ er omfattet. Desuden er det ved lov nr. 604 af 24. juni 2005 bestemt, at reglerne også finder anvendelse på handel med værdipapirer, der er optaget til handel på en alternativ markedsplads.⁴⁶

Tidligere var lovens anvendelsesområde begrænset til at gælde værdipapirer, der var optaget til handel på et reguleret marked inden for Den Europæiske Union eller et land, som Fællesskabet

⁴⁴ Udvidelsen af reglernes anvendelsesområde til også at gælde værdipapirer, hvor der foreligger en anmodning om optagelse til notering eller handel på et reguleret marked, blev gennemført ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet.

⁴⁵ Udvidelsen af reglernes anvendelsesområde til unoterede andele i investeringsforeninger m.v. blev indført ved lov nr. 427 af 6. juni 2002.

⁴⁶ Ved lov nr. 604 af 24. juni 2005 blev det gjort muligt at etablere såkaldte alternative markedspladser. Initiativet var en del af regeringens handlingsplan vedrørende risikovillig kapital. De alternative markedspladser blev ved loven underlagt reglerne i kapitel 10 om forbud mod insiderhandel, videregivelse af intern viden og kursmanipulation, idet disse regler anses for vigtige for at kunne opretholde investorernes tillid til markedspladsen. Se nærmere herom i lovforslag nr. L 155 fremsat den 13. april 2005 af økonomi- og erhvervsministeren.

havde indgået aftale med på det finansielle område. Denne begrænsning blev imidlertid fjernet ved lov nr. 1327 af 20. december 2000.⁴⁷

I henhold til § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. må køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handlen. Siden indførelsen af et insiderforbud i 1986 i lov om Københavns Fondsbørs har bestemmelsen omfattet køb og salg af værdipapirer, mens tilskyndelse til køb eller salg af værdipapirer blev indført ved gennemførelsen af insiderdirektivet i 1991.⁴⁸

Hverken i bemærkningerne til lovforslagene eller i insiderbetænkningen af 1991 findes der bidrag til fortolkningen af, hvilke transaktioner der er omfattet af det danske forbud. Det er udvalgets opfattelse, at køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir skal forstås bredt, således at også bytte, herunder ombytning ved fusion eller overtagelse, og tegning af nye aktier udgør en transaktion i henhold til § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Tilsvarende må også aftaler om derivater omfattes, f.eks. tildeling af en option eller en tegningsret. Det afgørende er således, om personen disponerer over ejendomsretten til værdipapiret på en måde, der kan udgøre en ulovlig benyttelse af den interne viden.

6.3. Retspraksis

Der er efterhånden en vis dansk praksis om insiderhandel, både domspraksis og administrativ praksis. Efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet pr. 1. april 2005, hvor den danske insiderlovgivning blev tilrettet den EU-retlige baggrund sådan, at der blev tilstræbt en høj grad af formuleringsmæssig lighed, må det forventes, at retspraksis fra andre medlemsstater med en tilsvarende lovgivning også kan inddrages ved fortolkningen af dansk ret i fremtiden. I det følgende medtages alene praksis, der er relevant for fortolkningen af indholdet af forbuddet mod insiderhandel.

Denne betænkning fokuserer på forbuddet mod insiderhandel og søger særligt at belyse, om det danske forbud mod insiderhandel set i lyset af Midtbank-sagen er i overensstemmelse med markedsmisbrugsdirektivets forbud mod benyttelse af intern viden. Det er derfor væsentligt at se på, hvornår der efter dansk praksis foreligger en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel i relation til kravet om »benyttelse« af intern viden. De fleste danske domme om insiderhandel belyser ikke dette problem, fordi de vedrører sager, hvor benyttelsen har været tilstrækkelig åbenbar til at begrunde en domfældelse. Højesterets dom af 22. december 2004 i den såkaldte Midtbank-sag er den første, hvor frifindelsen viser sondringen mellem besiddelse af intern viden og benyttelse heraf.⁴⁹

⁴⁷ Udvidelsen skete efter, at der havde vist sig et behov for at kunne rejse tiltale i sager om insiderhandel vedrørende værdipapirer, der blev handlet på regulerede markeder uden for et EU-/EØS-land. Lovens territoriale afgrænsning havde nemlig i praksis vist sig at hindre gennemførelsen af straffesager om misbrug af intern viden vedrørende værdipapirer fra et tredjeland. Se nærmere herom i bemærkningerne til lovforslag nr. L 75 fremsat den 1. november 2000 af økonomiministeren.

⁴⁸ Gennemført ved lov nr. 343 af 6. juni 1991.

⁴⁹ Højesterets dom af 22. december 2004 i sag 384/2004. Dommen er afsagt af 2. afdeling med deltagelse af syv dommere. Der var meddelt tilladelse til anke til 3. instans fra Procesbevillingsnævnet. Et referat af dommen er optrykt i UfR 2005.984H.

Nedenfor følger en gennemgang af Højesterets dom samt en vurdering af dommens betydning for gældende dansk ret.

6.3.1. Højesterets dom i Midtbank-sagen

Sagen angik spørgsmålet om, hvorvidt Midtbanks opkøb af en større post egne aktier måtte betegnes som insiderhandel under henseende til, at ledelsen i Midtbank på handelstidspunktet havde været i dialog med Svenska Handelsbanken om dennes eventuelle overtagelse af Midtbank.

Sagens baggrund

Midtbank var en regionalbank med hovedsæde i Herning. I foråret 2000 tilkendegav bankens ledelse over for pressen, at man havde opgivet sin hidtidige modstand mod overtagelse således, at banken principielt var villig til at lade sig overtage af eller indgå i fusion med andre banker, såfremt prisen var rimelig.

Den 4. maj 2000 blev ledelsen i Midtbank kontaktet af Svenska Handelsbanken, og på et møde den 9. august 2000 drøftede man forskellige former for samarbejde, bl.a. om handel med udenlandske aktier. Den 24. august 2000 købte bestyrelsesformanden i Midtbank aktier i banken til sin ratepensionskonto. Købet fandt sted inden for den frist på dengang seks uger fra offentliggørelse af en regnskabsmeddelelse, som Københavns Fondsbørs anbefalede. Fire dage senere oplyste Handelsbanken over for Midtbank, at man ikke blot ønskede et samarbejde, men en egentlig overtagelse af banken.

Den 27. september 2000 mødtes medlemmer af ledelsen i de to banker i fortrolighed, og Handelsbanken tilbød en pris 70 pct. over markedskursen. Dette betragtedes som alt for lavt af Midtbank, der afviste udspillet, og mødet endte resultatløst.

Ved telefonisk henvendelse den 4. oktober 2000 orienterede Midtbanks direktør Handelsbanken om, at prisen burde være tre gange Midtbanks egenkapital, hvilket lå betydeligt over Handelsbankens udspil på mødet i september. På et bestyrelsesmøde den 10. oktober 2000 hos Midtbank drøftede man bl.a. det resultatløse møde og konstaterede, at såfremt Handelsbanken ønskede en overtagelse, måtte initiativet hertil komme fra dem. Kontakten mellem de to banker om overtagelse ophørte herefter.

Den 2. oktober 2000 oplystes det i medierne, at Danske Bank overtog den finansielle koncern Realkredit Danmark. Realkredit Danmark havde en større strategisk post aktier i Midtbank, om hvilken man havde indgået en aktionæraftale i 1990 med Midtbank, hvorefter Midtbank havde en forkøbsret til sine egne aktier, såfremt Realkredit Danmark måtte ønske at afhænde dem.

Formodentlig som følge af Danske Banks overtagelse begyndte Realkredit Danmark at afhænde sine aktier til Midtbank. Dette skete i første omgang ved to mindre salg, det første foretoges den 16. november 2000, hvor Realkredit Danmark solgte 10.000 aktier tilbage til Midtbank, og det andet foretoges den 27. november 2000 ved salg af 15.000 aktier til Midtbank, der videresolgte de indkøbte aktier til interesserede aktionærer. Realkredit Danmark havde fortsat en større beholdning Midtbank-aktier.

Den 14. december 2000 genoptog Handelsbanken kontakten ved telefonisk henvendelse til bestyrelsesformanden for Midtbank, der orienterede sin direktør fire dage senere. Direktører fra de to banker aftalte den 20. december 2000 at mødes, og mødet afholdtes den 4. januar 2001. På mødet tilkendegav Handelsbanken sin interesse i at hæve prisen, men kom ikke med en klar tilkendegivelse herom.

Den 9. januar 2001 afholdtes bestyrelsesmøde i Midtbank, hvor man bl.a. drøftede henvendelsen fra Handelsbanken. Man fastholdt ønsket om en pris på tre gange egenkapitalen, men besluttede, at dette ikke skulle være et ultimativt krav. Den 15. januar 2001 nedsatte Midtbank et forhandlingsudvalg, der kunne forestå kontakten til Handelsbanken. Den 29. januar 2001 aftaltes telefonisk et møde, der skulle afholdes den 7. februar 2001.

Den årlige generalforsamling i Midtbank skulle afholdes den 28. februar 2001. Den 31. januar 2001 havde man sendt indkaldelsen til Statstidende, så den kunne offentliggøres tirsdag den 6. februar 2001. Bestyrelsen havde i lighed med året før besluttet at uddele overskuddet ved tilbagekøb af egne aktier i stedet for udbetaling af dividende, og indkaldelsen indeholdt derfor en bemyndigelse til at købe egne aktier.

Fredag den 2. februar 2001 kontaktede Realkredit Danmark imidlertid Midtbank med oplysning om, at man ønskede at afhænde hele sin resterende post aktier i Midtbank, i alt 104.288 aktier, og at Midtbank kunne udnytte forkøbsretten i henhold til aktionæraftalen fra 1990. Henvendelsen blev drøftet af bestyrelsen i Midtbank i løbet af weekenden, og det blev besluttet at udnytte forkøbsretten. Man var klar over, at købet i givet fald ville overtræde Fondsbørsens regel om, at selskaber ikke bør købe egne aktier tre uger før offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelsen.⁵⁰ Endvidere måtte man ændre indkaldelsen til generalforsamlingen, da man efter købet af den store post egne aktier ikke havde brug for bemyndigelse til køb af yderligere egne aktier. Da indkaldelsen skulle offentliggøres i Statstidende om tirsdagen, måtte ændringen foretages om mandagen.

Mandag den 5. februar 2001 sendte Midtbank en ny indkaldelse til Statstidende, hvor punktet om bemyndigelse til køb af egne aktier var udgået og i stedet erstattet af et punkt om nedsættelse af aktiekapitalen ved sletning af egne aktier. Dagen efter, tirsdag den 6. februar 2001, gennemførtes tilbagekøbet af aktier i forhold til Realkredit Danmark. Dette skete til markedskursen på 330. Endvidere blev Fondsbørsen orienteret om handlen.

Onsdag den 7. februar 2001 mødtes Midtbank med Handelsbanken. Mødet gav ikke i sig selv resultat, men man enedes om at mødes igen den 5. marts 2001. I den følgende tid afholdtes stadig hyppigere en række møder, og den 11. april 2001 kunne parterne offentliggøre, at Handelsbanken tilbød at købe aktier i Midtbank til kurs 850, og at Midtbanks ledelse anbefalede tilbuddet.

Tiltalen

Efter anmodning fra Finanstilsynet den 4. oktober 2001 efterforskede Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet sagen og rejste på den baggrund tiltale mod selskabet Midtbank, den ordførende direktør, mod endnu en direktør og mod formand og næstformand i selskabets bestyrelse. Den endelige tiltale angik følgende forhold:

⁵⁰ For denne overtrædelse af Fondsbørsens regler fik Midtbank en påtale, jf. Afgørelser & Udtalelser 2001, nr. 1.20. Finanstilsynet fandt efterfølgende, at årsrapporten ikke afveg fra forventningerne, og at tilbagekøbet derfor ikke udgjorde insiderhandel i relation til oplysninger i årsrapporten. Da Fondsbørsens afgørelse ikke angår forbuddet mod insiderhandel, men overtrædelse af egne regler, ændrer Finanstilsynets afgørelse ikke på Fondsbørsens påtale.

- Bestyrelsesformandens køb af aktier til sin ratepension den 24. august 2000.
- Midtbanks køb af hhv. 10.000 og 15.000 egne aktier den 16. og 27. november 2000.
- Midtbanks køb af 104.288 egne aktier den 6. februar 2001.

Sagen blev behandlet af Retten i Herning, af Vestre Landsret og efter særskilt tilladelse fra Procesbevillingsnævnet af Højesteret som 3. instans. I det følgende behandles udfaldet af de tre tiltaleforhold hver for sig.

Bestyrelsesformandens køb

Både byretten og landsretten frifandt bestyrelsesformanden for hans køb af Midtbank-aktier den 24. august 2000, fordi de fandt, at han ikke var i besiddelse af intern viden. Handelsbanken havde på det tidspunkt endnu ikke tilkendegivet sin interesse i at overtage Midtbank, og bankens interesse i et mere almindeligt samarbejde med Midtbank var ikke tilstrækkeligt til at udgøre intern viden.

De to mindre tilbagekøb

Da Midtbank købte først 10.000 og derefter 15.000 egne aktier fra Realkredit Danmark i anden halvdel af november, havde Handelsbanken tilkendegivet sin interesse i at overtage Midtbank tre måneder før. Forhandlingerne mellem parterne var dog blevet afbrudt efter mødet den 27. september og blev først genoptaget et par uger efter købene.

Byretten fandt, at Midtbank var i besiddelse af intern viden ved købet af de to aktieposter. Den interne viden bestod i viden om, at Handelsbanken ønskede at overtage Midtbank. Byretten frifandt dog alligevel, fordi de to handler kunne henføres til den dagældende formulering af § 35, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., som undtager bankers sædvanlige handler fra forbuddet mod insiderhandel.

Ved landsretten fandt et flertal på fem dommere, at Midtbanks viden ikke udgjorde intern viden, og de ville derfor frifinde allerede af den grund. Det skyldtes, at forhandlingerne med Handelsbanken var blevet afbrudt af Midtbank, og at de først blev genoptaget i december. Et mindretal på en dommer delte byrettens opfattelse af, at der forelå intern viden. Denne dommer ønskede trods besiddelsen af intern viden også at frifinde, men i modsætning til byretten henviste denne dommer ikke til § 35, stk. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., men til at »forholdet til Svenska Handelsbanken må anses for at have været uden betydning for handlen«.

Landsrettens frifindelse på dette punkt blev ikke anket.

Det store tilbagekøb

Da Midtbank købte den store post egne aktier den 6. februar 2001, var kontakten til Handelsbanken genoptaget, og banken havde nedsat et forhandlingsudvalg, som havde aftalt et nyt møde til den 7. februar. Både byret, landsret og Højesteret lagde alle til grund, at Midtbanks viden herom udgjorde intern viden.

Byretten domfældte for dette forhold. Om sin forståelse af de generelle principper for forbuddet mod insiderhandel anfører byretten bl.a.:

»[S]trafansvar må bedømmes under hensyn til overskriften i lovens kapitel 10, der omhandler misbrug af intern viden, ligesom retten finder, at undtagelsesbestemmelsen i § 35, stk. 3, må danne grundlag for rettens bedømmelse af transaktionerne.

Retten finder, at betænkning nr. 1216 afgivet af Børsudvalget i marts 1991 bør anvendes som fortolkningsbidrag. Retten finder således, at det følger af betænkningen, at insiderforbuddet skal ses på baggrund af et ønske om at beskytte mod uhæderlig anvendelse af intern viden, og at insiderforbuddet ikke tilsigter at lægge uønskede konsekvenser for den almindelige handel baseret på almindelig forretningsmæssig adfærd. Det konkluderes således i betænkningens side 34, at domstolene i deres vurdering af konkrete sager skal tage disse hensyn i betragtning. Det følger endvidere af betænkningen, side 47, at børsnoterede selskaber er berettiget til at handle med egne aktier uden at komme i strid med insiderforbuddet, og at en vurdering af, om der er sket overtrædelse af insiderforbuddet, skal ses i lyset af de børsretlige grundprincipper om gennemsækelighed, redelighed og lighed, samt ønsket om at undgå uhæderlig benyttelse af intern viden. Endvidere følger af betænkningen, side 48, at der skal foretages en særlig vurdering, når pengeinstitutter handler med egne aktier. Retten finder således, at § 35, stk. 1 og 3, må fortolkes under hensyn til ovennævnte momenter.«

Efter at have redegjort for forhandlingerne mellem de to banker bemærkede byretten i relation til det store tilbagekøb:

»Herefter finder retten ved bedømmelse af, om aktiehandlen den 6. februar var i strid med insiderforbuddet, at dette bør bedømmes i lyset af de indledningsvis generelle fortolkningsbidrag. Retten finder derfor, at domfældelse forudsætter, at der er sket misbrug af intern viden, således at handlerne ikke er omfattet af undtagelsesbestemmelsen i § 35, stk. 3.«

Herefter fremhævede byretten en række vidneudsagn, som man havde tillagt særlig vægt, og fortsatte i relation til det store tilbagekøb:

»Efter en samlet bedømmelse finder retten herefter, at købet af aktieposten den 6. februar 2001 fra Realkredit Danmark, uanset om det var motiveret af de af [direktøren] nævnte hensyn, skete på baggrund af intern viden og således i strid med insiderforbuddet i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1. ...

Retten finder på baggrund af handlens størrelse og omstændighederne ved denne, at den falder udenfor, hvad der omfattes af bankens almindelige drift og dermed uden for det område, der er omfattet af § 35, stk. 3. Retten finder endvidere, at handlen under disse omstændigheder må anses for at have haft karakter af misbrug af intern viden.«

I landsretten frifandtes de tiltalte medlemmer af Midtbanks ledelse af fire dommere, mens to dommere ønskede at opretholde byrettens domfældelse. Flertallet anførte bl.a. som begrundelse for frifindelsen:

»Det tiltrædes, at betænkning nr. 1216 afgivet af Børsudvalget i 1991 bør anvendes som fortolkningsbidrag ved anvendelsen af værdipapirhandelslovens straffebestemmelser.

Når det skal vurderes, om der i det enkelte tilfælde er sket en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel i forbindelse med handel med egne aktier, må der - som anført i betænkningens side 47 - foretages en konkret vurdering, hvori indgår hensyntagen til de

børsretlige grundprincipper om gennemskuelse, redelighed og ligelighed samt ønsket om at undgå uhæderlig benyttelse af intern viden.

Det tiltrædes endvidere, at et eventuelt strafansvar må bedømmes, under hensyn til at ordet »misbrug« indgår såvel i overskriften til værdipapirhandelslovens kapitel 10 som i indledningsordene i lovens § 34, stk. 1.

Selv om et selskab er i besiddelse af intern viden på tidspunktet for handelen med egne aktier, medfører dette ikke i sig selv, at denne interne viden misbruges eller bruges overhovedet.

Vi finder, at der ved vurderingen af, hvorvidt værdipapirhandelslovens § 35 kan anses for overtrådt, må lægges vægt på, at aktiehandlen vedrørte [bankens] egne aktier, som [banken] havde et legitimt behov for at kunne købe.

Vi mener, at der bør foretages en indskrænkende fortolkning af værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1, således at strafbarhed forudsætter, at der er handlet uhæderligt eller retsstridigt, også selvom der er handlet på en måde, der ud fra en naturlig sproglig forståelse i og for sig falder ind under gerningsbeskrivelsens ordlyd.⁵¹

For at kunne straffe for overtrædelse af værdipapirhandelslovens forbud mod insiderhandel må der således efter vor opfattelse være godtgjort misbrug af intern viden.

Efter bevisførelsen for landsretten, herunder navnlig den af [direktøren] afgivne forklaring, finder vi ikke at kunne se bort fra, at Midtbanks køb af aktierne den 6. februar 2001 var begrundet i ønsket om at realisere det opkøbsprogram for egne aktier, der var nødvendigt for at kunne gennemføre bestyrelsens forslag til generalforsamlingen om kapitalnedsættelse.

Herefter, og idet aktiehandlen den 6. februar 2001 på flere afgørende punkter afviger væsentligt fra det, der normalt karakteriserer insiderhandel, herunder ved at handlen fandt sted i fuld åbenhed og øjeblikkelig blev indberettet til Fondsbørsen, at handlen ikke kom i stand på de tiltaltes initiativ, men alene som følge af en udefra kommende henvendelse, hvis fremkomst ingen af de tiltalte havde indflydelse på, at henvendelsen skal ses som et led i en flere år tidligere indgået aktionæroverenskomst ifølge hvilken, der gjaldt en 5-dages acceptfrist, at sælgeren af aktierne selv er en professionel børsinvestor og i den forbindelse må antages blandt andet at være bekendt med, at Midtbank i foråret 2000 på forespørgsel overfor pressen havde tilkendegivet, at fusion med en passende part var en mulighed, og at ingen af de tiltalte personer opnåede nogen direkte, umiddelbar økonomisk vinding ved handlen, findes det ikke med den til domfældelse i en straffesag fornødne sikkerhed godtgjort, at den interne viden de tiltalte havde om tilnærmelserne mellem Svenska Handelsbanken og Midtbank, og som var egnet til at påvirke kursdannelsen, er blevet brugt på en uhæderlig måde i forbindelse med aktiehandelen. Der har således ikke fundet noget misbrug sted af den interne viden alle de tiltalte sad inde med.«

Mindretallet på to dommere, der ønskede at domfælde, udtalte bl.a. som begrundelse:

⁵¹ Udvalget har noteret sig, at Højesteret ikke støtter sit resultat på en indskrænkende fortolkning af § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. I øvrigt bemærkes, at insiderdirektivet siden hen er erstattet af det nugældende markedsmisbrugsdirektiv, hvorfor en fortolkning af § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. i dag skal ske under hensyntagen til forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivet i henhold til princippet om direktivkonform fortolkning.

»Vi finder, at der er grundlag for at antage, at de tiltalte gjorde brug af den interne viden, de havde herom, da der blev truffet beslutning om at købe aktierne af Realkredit Danmark. ...

Vi finder således, at der er grundlag for at antage, at den interne viden, de tiltalte besad, ikke var uden betydning for beslutningen om at købe aktierne af Realkredit Danmark. Herefter finder vi, at der ved Midtbanks køb heraf blev handlet i strid med værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1. ...«

Landsrettens frifindelse for tiltalen vedrørende det store tilbagekøb blev indbragt for Højesteret som 3. instans efter særlig tilladelse fra Procesbevillingsnævnet. Sagen blev behandlet af 2. afdeling, der i den anledning var besat med syv dommere. Ved sin dom af 22. december 2004 frifandt en enig Højesteret. Først tog Højesteret stilling til spørgsmålet om intern viden, hvor det bl.a. blev bemærket:

»Afstanden mellem parterne med hensyn til prissætningen var stor, og det var usikkert, om parterne ville nå til enighed. Svenska Handelsbanken fremsatte da også først godt 2 måneder senere et tilbud til aktionærerne om køb af aktierne i Midtbank til kurs 850. ...«

Trods denne usikkerhed om udfaldet af forhandlingerne konkluderede Højesteret dernæst:

»... Uanset disse omstændigheder tiltræder Højesteret af de grunde, der er anført af landsretten, at der efter de udvekslede prisoplæg, som ville indebære en betydelig overkurs, på tidspunktet for Midtbanks køb den 6. februar 2001 forelå intern viden i Midtbank som defineret i værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2, 1. pkt.«

Efter således at have konstateret, at ledelsen i Midtbank var i besiddelse af intern viden, fortsatte Højesteret:

»Spørgsmålet er herefter, om Midtbanks køb af egne akter er sket under tilsidesættelse af forbudet mod insider-handel i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1. Det følger af forarbejderne, at der – når en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd – skal foretages en konkret vurdering af, om der foreligger uhæderlig anvendelse af intern viden, jf. betænkningen 1216/1991 om insider-handel s. 34. Et selskabs handel med egne aktier kan have en begrundelse, der indebærer, at der trods intern viden ikke er tale om et uhæderligt forhold, jf. betænkningen side 47.«

Efter således at have henvist til den betænkning, der også var inddraget af de to foregående instanser, gik Højesteret over til den konkrete vurdering:

»Ved afgørelsen lægger Højesteret vægt på, at Midtbanks køb – til forskel fra en typisk insider-handel – var et køb af egne aktier og ikke skete for vindings skyld, men i det legitime øjemed at kunne gennemføre bestyrelsens forud vedtagne indstilling til generalforsamlingen om udbytteudlodning ved kapitalnedsættelse i lighed med året før. Der må endvidere lægges vægt på, at drøftelserne om Svenska Handelsbanken køb, som først den 11. april 2001 førte til et tilbud til aktionærerne, ikke befandt sig på et fremskredent stadium den 6. februar 2001. Parterne stod således langt fra hinanden med hensyn til pris, og der manglede stillingtagen til væsentlige aftalespørgsmål. Det var derfor usikkert, om man ville nå til enighed, og en afklaring kunne let trække ud. I øvrigt bemærkes, at Midtbanks aktiekøb skete efter henvendelse fra Realkredit Danmark i henhold til en forkøbsret i en aktionæroverenskomst fra 1990, og at købet blev indberettet til Københavns Fondsbørs.

Under disse omstændigheder tiltræder Højesteret, at der uanset Midtbanks interne viden ikke forelå et uhæderligt forhold ved Midtbanks køb af egne aktier den 6. februar 2001.«

Højesteret stadfæstede herefter landsrettens frifindelse.

6.3.2. Gældende dansk ret efter Midtbank-sagen

Det skal indledningsvis bemærkes, at dommen vedrører retstilstanden før gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet, og dommen forholder sig derfor ikke direkte til det nugældende forbud i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., hvor markedsmisbrugsdirektivet blev gennemført ved lov nr. 1460 af 22. december 2004. Dommen findes dog fortsat at have betydning for fortolkningen af dansk ret, da retstilstanden blev videreført uden nævneværdige ændringer ved implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet, jf. afsnit 6.1.5.

Det fremgår af Højesterets præmisser og strukturen i dommen, at overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. indebærer to led. Først må det afgøres, om de tiltalte besad intern viden som defineret i § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. Dernæst må det afgøres, om denne interne viden er blevet anvendt på en måde, der er i strid med forbuddet.

De to foregående instanser havde samme opfattelse af, at der stilles krav om henholdsvis besiddelse og brug af den interne viden, uanset deres indbyrdes modstridende resultater. Byretten fremhævede betydningen af misbrug, og anførte som begrundelse for sin domfældelse, at »handlen under disse omstændigheder må anses for at have haft karakter af misbrug af intern viden«. Byretten anførte samtidig, at købet »skete på baggrund af intern viden«.

Landsrettens flertal fremhævede som begrundelse for deres frifindelse, at det ikke var »godtgjort, at den interne viden, de tiltalte havde [...] er blevet brugt på en uhæderlig måde i forbindelse med aktiehandelen.« Landsrettens mindretal, der ønskede at domfælde i lighed med byretten, begrundede deres afgørelse med, at »de tiltalte gjorde brug af den interne viden«, og at »den interne viden, de tiltalte besad, ikke var uden betydning for beslutningen om at købe aktierne«, dvs. den interne viden var »af betydning«, hvilket er den måde, hvorpå kravet om benyttelse er formuleret i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Højesteret anfører i sine præmisser, at det tiltrædes »af de grunde, der er anført af landsretten, at der [...] forelå intern viden i T1 som defineret i værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2, 1. pkt.«

For så vidt angår spørgsmålet om, hvorvidt den interne viden er blevet benyttet, formulerer en enig Højesteret sig imidlertid anderledes end Landsretten, men når samme resultat som Landsrettens flertal.

Indledningsvis anfører Højesteret:

»Det følger af forarbejderne, at der når en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd – skal foretages en konkret vurdering af, om der foreligger uhæderlig anvendelse af intern viden, jf. betænkning nr. 1216/1991 om insiderhandel s. 34. Et selskabs handel med egne aktier kan have en begrundelse, der indebærer, at der trods intern viden ikke er tale om et uhæderligt forhold, jf. betænkningen s. 47.«

Herefter henvises til de relevante forhold, der taler imod en sådan anvendelse af den interne viden, hvorefter det afslutningsvist konkluderes:

»Under disse omstændigheder tiltræder Højesteret, at der uanset T1's interne viden ikke forelå et uhæderligt forhold ved T1's køb af egne aktier den 6. februar 2001. Højesteret stadfæster derfor landsrettens dom.«

Udvalget bemærker, at forbuddet mod insiderhandel indeholder delelementerne »besiddelse« og »benyttelse« af intern viden. Anvendelsen af begrebet »misbrug« i overskriften til kapitel 10 i lov om værdipapirhandel m.v. samt i § 34 i loven tjener således til at signalere, at forbuddet mod insiderhandel overtrædes, når den interne viden benyttes til at realisere den fordel, som den interne viden udgør, i forbindelse med indgåelse af en handel. Formuleringen i betænkning nr. 1216/1991 om »uhæderlig anvendelse« betyder efter udvalgets opfattelse det samme, og det er i det lys, Højesterets dom i Midtbank-sagen skal læses.

I den konkrete sag synes Højesteret at have lagt til grund, at den interne viden ikke var benyttet, og at handlen således var begrundet i andre hensyn. Denne bevisvurdering drøftes i det følgende.

6.3.2.1. Beviset for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel

Alle de tre involverede instanser lagde til grund, at domfældelse forudsætter bevis for både besiddelse og benyttelse af den interne viden. Spørgsmålet er herefter, hvordan der skal føres bevis for denne benyttelse.

Højesteret opretholdt landsretsflertallets frifindelse, og det bør bemærkes, at Højesteret opbygger sin frifindelse på samme måde som landsrettens flertal, om end formuleringen afviger. Først konstateres, at der foreligger intern viden, og at de tiltalte var i besiddelse heraf på tidspunktet for den store aktiehandel. Dernæst omtales hensynet til et selskabs legitime interesse i at handle egne aktier, som anerkendt i betænkning nr. 1216/1991. Endelig foretages en konkret vurdering af sagens omstændigheder, hvor der fremhæves en række momenter af forskellig betydning, der taler imod, at den interne viden blev benyttet.

Det må ud fra denne opbygning af dommen antages, at både landsrettens flertal og Højesteret lader beviset for besiddelse af intern viden skabe en formodning om benyttelse, som konkret kan afkræftes.

Hvis frifindelse var begrundet i, at anklagemyndigheden ikke havde ført det fornødne bevis for, at den interne viden blev benyttet, ville dommene være formuleret mere ligefremt som en konstatering af den utilstrækkelige bevisførelse, f.eks. med en konstatering i præmisserne om at anvendelse ikke ses godtgjort eller lignende. Men det er ikke tilfældet. I stedet blev der af både landsrettens flertal og Højesteret fremhævet en række omstændigheder, der *afkræftede* formodningen om, at den interne viden var benyttet.

Gældende ret må således efter Højesterets dom i Midtbank-sagen antages at være, at såfremt anklagemyndigheden godtgør, at den tiltalte var i besiddelse af intern viden, vil det i sig selv skabe en formodning for, at den interne viden er blevet benyttet, hvilket må forventes at føre til domfældelse, såfremt den tiltalte ikke evner at afkræfte formodningen ved at henvise til konkrete

omstændigheder, der taler imod. Det var denne mulighed for konkret at afkræfte formodningen om benyttelse sammenholdt med, at der skal foretages en konkret vurdering, når en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd, der medførte frifindelse i Midtbank-sagen.

Når besiddelse skaber en formodning om benyttelse, skyldes det definitionen af intern viden. Intern viden er defineret som en viden, der normalt vil blive tillagt betydning af en fornuftig investor. Hvis en person handler på et tidspunkt, hvor vedkommende er i besiddelse af intern viden, vil det derfor skabe en formodning om, at den interne viden har påvirket beslutningen om at handle. En sådan formodning kan afhængig af de konkrete omstændigheder afkræftes. I Midtbank-sagen fremhæver Højesteret, at den interne viden var af usikker karakter på handelstidspunktet. Denne betragtning angik ikke, hvorvidt der forelå intern viden. Det antog Højesteret, at der gjorde. Men betragtningen angik spørgsmålet om, hvorvidt den interne viden havde haft betydning for beslutningen om at handle, og her kan det være relevant, hvor vigtig eller hvor sikker den interne viden er.

Mens definitionen af intern viden ligger fast efter § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., er det ikke muligt generelt at beskrive, hvad der skal til for at afkræfte den formodning, som besiddelse af intern viden skaber, fordi dette må afhænge af en konkret vurdering. Højesteret benytter vendingen »almindelig forretningsmæssig adfærd«, hvilket er taget fra betænkning nr. 1216/1991 side 34, som de to foregående instanser også henviste til. For at en tiltalt kan afkræfte formodningen om benyttelse, må der altså som udgangspunkt foreligge en sådan almindelig forretningsmæssig adfærd. Handel med egne aktier er vel et typisk eksempel på noget sådant, men andre tilfælde kan også tænkes. Hvis den udviste adfærd derimod fremtræder som ualmindelig eller usædvanlig, må det antages, at det vil være vanskeligere at afkræfte den formodning om benyttelse, som besiddelsen af intern viden har skabt.

I den konkrete sag synes det ikke i sig selv at have været tilstrækkeligt, at der var tale om handel med egne aktier. I så fald havde både landsrettens flertal og Højesteret begrænset sig til at nævne dette forhold og ikke de øvrige omstændigheder. Der skulle altså mere til for at afkræfte formodningen om benyttelse. Betragtes disse øvrige omstændigheder, er det nærliggende at antage, at især to momenter har været af særlig betydning. De øvrige momenter har formodentlig haft mindre betydning, men har yderligere befæstet Højesterets bevisbedømmelse. Disse to centrale momenter er, at beslutningen var truffet uafhængigt af den interne viden, fordi beslutningen reelt var taget tidligere og modsvarede lignende beslutninger truffet året før, og at den interne viden var af en så usikker karakter, at den ikke kunne antages at have påvirket beslutningen.

Højesteret bemærker således, at beslutningen om at købe egne aktier skete »i det legitime øjemed at kunne gennemføre bestyrelsens forud vedtagne indstilling til generalforsamlingen om udbytteudlodning ved kapitalnedsættelse i lighed med året før«. Højesteret lægger altså vægt på, at beslutningen om at indstille køb af egne aktier reelt allerede var taget, og at det skete uafhængigt af den interne viden, hvilket bestyrkes af, at man også året før havde gjort det samme. Dette forhold skal sammenholdes med karakteren af den viden om forholdet til Handelsbanken, som var vigtig nok til at kvalificeres som intern viden, men om hvilken Højesteret to gange bemærker, at den var usikker. Det hindrer ikke kvalifikationen som intern viden, at udfaldet af forhandlingerne med Handelsbanken var usikker. Men den højst usikre karakter af den interne viden gjorde det troværdigt for Højesteret at tiltræde de tiltaltes forklaring om, at beslutningen om at købe egne aktier ikke skete for at benytte den interne viden, men var truffet af andre legitime grunde.

Højesterets fremhævelse af alle de omstændigheder, som i den konkrete sag kunne afkræfte formodningen om benyttelse, efterlader det indtryk, at formodningen generelt er vanskelig at afkræfte. Bevis for besiddelse af intern viden må således i almindelighed forventes at medføre domfældelse for insiderhandel. Men Midtbank-sagen viser, at det konkret kan være muligt at afkræfte denne formodning og godtgøre, at der uanset besiddelse af intern viden ikke er sket en benyttelse af den interne viden.

6.3.3. Relevante administrative afgørelser

I sommeren 2004 blev der truffet to afgørelser af Finanstilsynet om fortolkningen af forbuddet mod insiderhandel. Disse afgørelser bliver gennemgået nedenfor. Det bemærkes, at begge afgørelser er konkret begrundede. Dog finder udvalget, at afgørelserne til trods herfor angiver forhold, der generelt vedrører fortolkning af forbuddet. Dette bestyrkes ved, at afgørelserne fra Finanstilsynets side er blevet offentliggjort, hvilket antyder, at afgørelserne bidrager til en generel forståelse af forbuddet.

6.3.3.1. Afgørelse af 12. juli 2004 om kapitalforvaltning

Finanstilsynet blev forelagt spørgsmålet om, hvorvidt kunder, der indgår aftaler om kapitalforvaltning, og som er i besiddelse af intern viden om værdipapirer, der er omfattet af aftalen, overtræder forbuddet mod insiderhandel, uanset at det alene er pengeinstituttet, der disponerer over papirerne i henhold til aftalen.

Finanstilsynet bemærkede indledningsvis, at handel via mægler eller på andres vegne ikke er undtaget fra forbuddet mod insiderhandel. Dernæst udtalte Finanstilsynet:

»Uanset at handler gennemført i henhold til en kapitalforvaltningsaftale efter ordlyden af og forarbejderne til lov om værdipapirhandel m.v. § 35 ikke direkte er undtaget fra bestemmelsen, finder Finanstilsynet herefter, at gennemførelsen af en handel, under de af pengeinstituttet beskrevne konkrete omstændigheder, ikke vil udgøre en strafbar overtrædelse af insiderforbudet. Dette gælder, selv om kunden måtte have intern viden på det tidspunkt, hvor handlen gennemføres. Der henvises i denne forbindelse til kravet om, at den interne viden "kan være af betydning for handelen", hvilket ikke er tilfældet i den beskrevne situation.«

At den interne viden »kan være af betydning for handlen«, må opfattes som en henvisning til ordlyden i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Dette indtryk understreges af, at Finanstilsynet dernæst bemærkede:

»Finanstilsynet skal understrege, at der kan være situationer, hvor handler, der gennemføres i henhold til en aftale om kapitalforvaltning, er omfattet af insiderforbudet. Dette kan være tilfældet, hvis kunden direkte eller indirekte har udøvet konkret indflydelse på pengeinstituttets medarbejder for at få en handel gennemført.

Det er ligeledes en forudsætning for ovennævnte, at kunden ikke i forbindelse med fastlæggelsen af de generelle rammer for aftalen gør brug af intern viden, f.eks. ved at der fastsættes meget specifikke krav til pengeinstituttets dispositioner.«

Finanstilsynets afgørelse anses for begrundet i den opfattelse, at besiddelse af intern viden ikke i sig selv er tilstrækkelig, men at den interne viden skal have haft betydning for handlen. Afgørende er således ikke, om den interne viden potentielt »kan være af betydning for handelen«, men derimod om den konkret vurderes at have haft betydning.

Har personen med intern viden ikke haft adgang til at fastlægge vilkårene for handlen, hvad der normalt ikke vil være tilfældet i en situation som den foreliggende, vil der ikke være tale om en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, fordi den interne viden da ikke kan siges at være af betydning for handlen.

6.3.3.2. Afgørelse af 19. august 2004 om medarbejderoptioner

Finanstilsynet blev af et selskab spurgt, om et aktieoptionsprogram for medarbejderne kunne stride mod forbuddet mod insiderhandel. Om programmet blev det oplyst, at det gav medarbejderen mulighed for på et givent og på forhånd aftalt tidspunkt enten at erhverve aktier til en forudbestemt kurs eller at kræve differenceafregning af værdien mellem den forudbestemte kurs og kursen på udnyttelsesdagen. Spørgsmålet angik det tilfælde, at medarbejderen havde intern viden på tidspunktet for udnyttelsen.

Ved sin besvarelse lagde Finanstilsynet til grund, at medarbejderen på tidspunktet for udnyttelsen af optionen, dvs. erhvervelse af aktier eller differenceafregning, var i besiddelse af intern viden vedrørende selskabet, og at selskabet havde en tilsvarende intern viden.

På denne baggrund udtalte Finanstilsynet om udnyttelse af optioner ved erhvervelse af aktier fra selskabet:

»I tilfælde af udnyttelse af optionen i form af køb af aktier er købskursen forudbestemt og uafhængig af den aktuelle markedssituation. Endvidere er der forudsat informationsparitet mellem de to parter (arbejdstager og arbejdsgiver). På den baggrund er det Finanstilsynets vurdering, at der ikke vil være tale om insiderhandel.«

Finanstilsynet vurderer altså, at der ikke er tale om insiderhandel, fordi købskursen er forudbestemt og uafhængig af den aktuelle markedssituation. Derfor har den interne viden ikke haft betydning for handlen. Derudover anfører Finanstilsynet, at der er informationsparitet mellem de to parter.

Som alternativ kunne optionerne udnyttes ved differenceafregning. I så fald vælger medarbejderen ikke at erhverve aktierne til den fordelagtige kurs, men kun at få et beløb udbetalt fra selskabet, der beregnes som forskellen mellem den fordelagtige kurs og den højere markedskurs. Finanstilsynet udtalte om denne situation:

»Såfremt der sker udnyttelse i form af differenceafregning, er det Finanstilsynets opfattelse, at der reelt er tale om en opgørelse af poster på et forud fastsat tidspunkt i henhold til en tidligere indgået kontrakt. Der er således ikke tale om et køb/salg i § 35's forstand, hvilket formentlig medfører, at der ikke kan være tale om insiderhandel.«

Det bør bemærkes, at Finanstilsynets afgørelse er konkret begrundet. Hvis medarbejderen udnytter sin option til at erhverve en aktie fra selskabet, og dernæst sælger denne aktie på markedet, kan der

foreligge insiderhandel, hvis medarbejderens interne viden er negativ, dvs. angår et forventet kursfald. Men i relationen mellem selskabet og medarbejderen lægger Finanstilsynet til grund, at der ikke foreligger en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel.

Dette begrundes med, at udnyttelsen af optionen enten ved erhvervelse eller differenceafregning alene består i at opgøre forholdet i henhold til de tidligere aftalte vilkår, som blev fastlagt ved optionens afgivelse. Hvis medarbejderen ikke havde den interne viden på dette tidspunkt, skal det ikke hindre dennes mulighed for at udnytte optionen senere, selv om medarbejderen måske har fået intern viden i mellemtiden. Uanset den efterfølgende interne viden har medarbejderen ikke kunne lade denne viden få betydning for handlen ved indgåelsen af optionsaftalen, fordi den blev indgået på et tidspunkt, hvor medarbejderen endnu ikke havde fået den interne viden.

Udvalget bemærker, at EU-Domstolen i Georgakis-sagen, jf. afsnit 5.6.3., som er afsagt efter Finanstilsynets afgørelse, har lagt til grund, at der ikke foreligger insiderhandel i tilfælde, hvor der er informationsparitet mellem de parter, der handler. Endvidere bemærkes, at der i Erhvervsudvalgets henvendelse til ministeren under behandlingen af lov nr. 1460 af 22. december 2004 blev henvist til afgørelsen om optioner, og at ministeren udtalte, at retstilstanden blev videreført uændret.

Afsnit III: Udvalgets vurderinger

Kapitel 7 – Intern viden

7.1. Indledning

I dette kapitel gennemgås det første krav i forbuddet mod insiderhandel, nemlig kravet om besiddelse af intern viden. Der fokuseres på, hvad der skal forstås ved intern viden, herunder hvornår der kan siges at foreligge intern viden. Ligeledes gennemgås kort udsteders pligt til at offentliggøre intern viden.

7.2. Fastlæggelse af intern viden

I dansk ret har man foretaget en tekstnær gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet og de tilhørende direktiver udstedt af Kommissionen og definerer intern viden som viden, der ikke er offentliggjort, og som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen, såfremt den bliver offentliggjort.

»§ 34...

Stk. 2. Ved intern viden forstås specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne.

Stk. 3. I stk. 2 forstås ved:

- 1) Specifikke oplysninger: oplysninger, der
 - a) vedrører forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og
 - b) er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.
- 2) Oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer: Oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.«

Det følger således af § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., at intern viden er specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. Definitionen af intern viden følger af markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, 1. afsnit.

Ved specifikke oplysninger forstås oplysninger, der vedrører forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og som er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på

kursdannelsen på de pågældende værdipapirer, jf. § 34, stk. 3, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Bestemmelsen gennemfører artikel 1, stk. 1, i Kommissions direktiv om gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet (Kommissionens gennemførelsesdirektiv).⁵²

Ved oplysninger, som antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen, forstås oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger, jf. § 34, stk. 3, nr. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. Bestemmelsen gennemfører artikel 1, stk. 2, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv.

Ifølge CESR's Advice udarbejdet i forbindelse med Kommissionens gennemførelsesdirektiv afhænger vurderingen af, om der foreligger specifikke oplysninger i den konkrete sag, herunder de konkrete oplysninger samt omstændighederne i øvrigt. CESR's Advice indeholder bl.a. supplerende vejledning om faktorer, der kan tages i betragtning for så vidt angår specifikke oplysninger og mærkbar betydning for kursdannelsen.

7.2.1. Specifikke oplysninger

Det er udvalgets vurdering, at spørgsmålet om, hvorvidt informationen udgør specifikke oplysninger, må bero på en konkret vurdering, der afhænger af de konkrete oplysninger, samt omstændighederne i øvrigt.

Da specifikke oplysninger er defineret som oplysninger om forhold, der foreligger eller en begivenhed, der er indtrådt, afgrænses specifikke oplysninger fra (rene) rygter uden substans, og omfatter oplysninger, der kan kommunikeres præcist, fordi oplysningerne er objektivt konstaterbare. Hvis oplysningerne vedrører en proces f.eks. en fusion eller en overtagelse, vil hvert trin i processen kunne udgøre specifikke oplysninger og i så fald kunne være intern viden.

Men specifikke oplysninger er også defineret som oplysninger om forhold, der med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge eller en begivenhed, der med rimelighed kan forventes at indtræde, hvorfor oplysninger om forhold eller en begivenhed, der senere viser sig alligevel ikke at foreligge eller indtræde, kan udgøre specifikke oplysninger og derfor kan være intern viden. Den interne viden, som kan blive brugt til insiderhandel, kan således være viden om fremtidige forhold, uanset om de senere faktisk realiseres. Da insiderhandel fuldbyrdes ved handlens indgåelse, vil det ikke kunne gøres gældende, at den interne viden senere viste sig at være forkert eller aldrig blev en realitet. Hvis blot informationen på handelstidspunktet opfylder definitionen på intern viden, herunder at det med rimelighed kan forventes at blive en realitet, kan der foreligge insiderhandel.

Hvis en intern viden om et fremtidigt forhold derimod viser sig ikke at holde stik, vil forholdet *herefter* ikke længere udgøre intern viden, og en handel *efter dette tidspunkt* vil normalt ikke aktualisere en bedømmelse efter reglerne om insiderhandel. I Midtbank-sagen baserede et flertal i Landsretten således sin frifindelse for de to mindre tilbagekøb på, at kontakten med Handelsbanken på handelstidspunktet var afbrudt, hvorfor den tidligere tilkendegivne interesse i at overtage Midtbank derfor ikke længere udgjorde intern viden. Den formodning om benyttelse af intern viden,

⁵² Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, (EU-Tidende 2003 nr. L 339, s. 70).

som handel ved besiddelse af intern viden kan skabe, opstår i disse tilfælde ikke, enten fordi den interne viden er blevet offentliggjort, eller fordi den ikke længere kan kvalificeres som intern viden. Endvidere skal de specifikke oplysninger være tilstrækkelige præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.

CESR angiver i sit Advice følgende faktorer, som kan tages i betragtning:

»(...) The following guidance could be developed to support the factor at level 2.

- A matter or an event is true when it is based on firm and objective evidence, which can be communicated accurately (as opposed to rumours), i.e. if it can be prove to have happened or to exist. If the information derives from a stage process, every fact to do with the process, as well as the totality of the process itself, is precise information and therefore could be inside information, unless is consists only of rumours;
- The referred matter or event could become true in the future; contingencies relating to the actual occurrence of the referred matter or event do not mitigate the precise nature of the information. For instance the fact that an expected merger does not occur at the end of a negotiation process, does not preclude the classification of such negotiations as precise information.
- A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market;
- A piece of information that comprehends more than one matter or event and some of them are not precise, could be considered precise as far as it concerns precise matters or events. For instance, a take over bid can be considered as precise information and constitute inside information even though the bidder has not yet decided the price of the bid.
- A piece of information could be considered precise even if it refers to matters or events that could be alternatives. For instance, the matter or event that concerns a take over bid on one out of two companies can be considered precise information and therefore could be inside information. An investor could abuse of this information by trading in shares of the two companies. (...)«⁵³

7.2.2. Mærkbar betydning for kursdannelsen

Som anført ovenfor forstås oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, som oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Det fremgår af de indledende betragtninger i Kommissionens gennemførelsesdirektiv, at fornuftige investorer baserer deres investeringsbeslutninger på de oplysninger, som de har til rådighed i forvejen, dvs. tilgængelige forhåndsoplysninger. Spørgsmålet om, hvorvidt det er sandsynligt, at en fornuftig investor vil tage en bestemt oplysning i betragtning ved sin investeringsbeslutning, bør

⁵³ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (CESR/02-089d).

derfor vurderes på grundlag af de for markedet tilgængelige forhåndsoplysninger. En sådan vurdering må tage hensyn til oplysningernes forventede virkning på baggrund af den pågældende udsteders samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed og andre variable størrelser på markedet, der vil kunne påvirke det pågældende finansielle instrument eller afledte finansielle instrumenter under de givne forhold.

Vurderingen af, hvorvidt en oplysning er af betydning for kursdannelsen beror således på, om de foreliggende oplysninger må antages at være kurspåvirkende og dermed udgør intern viden. I princippet er det uden betydning for vurderingen af, om der tale om intern viden, om informationen faktisk fører til ændringer i kursen. Vurderingen må foretages på baggrund af de oplysninger, der forelå på det tidspunkt, hvor der indgås en aftale om at handle.

CESR har i sit Advice anført:

»The ex-ante evaluation of the possibility of a price moving effect can be regarded as a question of determining the degree of probability with which at that point in time (due to the information) could reasonably have been expected. Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either.«⁵⁴

CESR har i sit Advice endvidere anført, at følgende faktorer kan indgå i vurderingen af, om en oplysning mærkbart må antages at have betydning for kursdannelsen:

»(...) A piece of information is likely to have a significant effect on the price of a financial instrument when it is information, which a reasonable investor in the given circumstances would be likely to take into account for his investment decision. This assessment should be made ex-ante, in order to determine the likelihood of a price moving effect and ought to take into consideration the following factor:

- The anticipated magnitude of the matter or event in question in the context of the totality of the company's activity;
- The relevance of the information as regards the main determinants of the financial instrument's price;
- A market variable that affect the financial instrument in question.«⁵⁵

Det må således indgå som et moment i vurderingen, hvordan markedet kan forventes at reagere på den pågældende viden, hvilket man bl.a. kan få en formodning om ved at vurdere, hvordan markedet tidligere har reageret på lignende oplysninger. Det er således ikke nødvendigvis relevant, at en given oplysning ikke burde få nogen større påvirkning af kursen på et værdipapir, hvis markedet traditionelt har reageret på lignende oplysninger. Denne ex ante vurdering, hvor man skeler til, hvordan markedet normalt opfører sig, er ikke begrænset til det enkelte værdipapirs forhistorie, men kan foretages mere generelt for visse typer af værdipapirer og visse typer af information, såfremt de har fælles træk af betydning.

⁵⁴ CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (CESR/02-089d).

⁵⁵ Ibid.

7.3. Intern viden i konkrete tilfælde

I relation til definitionen af intern viden, har udvalget fundet det relevant at vurdere begrebet intern viden i relation til en række konkrete tilfælde i forhold til nogle forskellige værdipapirer.

7.3.1. Viden om egne contra andres forhold

§ 34, stk. 2 og 3, i lov om værdipapirhandel m.v. sonderer ikke mellem, om man besidder intern viden om *egne forhold* eller om *andres forhold*. Det betyder, at også ikke-offentliggjorte oplysninger om egne forhold såsom ens hensigter/intentioner for at handle og/eller selve beslutningen om at handle vil udgøre intern viden, såfremt disse er kurspåvirkende.

Hvorvidt denne type oplysninger om egne forhold er kurspåvirkende i det konkrete tilfælde må vurderes i henhold til de normale kriterier herfor, hvori bl.a. kan indgå forhold såsom (i) hvem man er, (ii) hensigten med transaktionen, (iii) transaktionens størrelse og (iv) likviditeten i det pågældende værdipapir m.v.

Af hensigter/intentioner, der efter omstændighederne vil kunne være intern viden, kan nævnes, (i) at vedkommende har seriøse overvejelser om at foretage en overtagelse af selskabet, (ii) at vedkommende allerede har en køber, som der kan videresælges til med stor fortjeneste, eller (iii) at vedkommende har andre økonomiske, politiske eller etiske grunde, f.eks. at investeringsbeslutningen er motiveret af et ønske om at påvirke i en mere bæredygtig og socialt ansvarlig retning.

Såfremt en person er i besiddelse af intern viden om *egne forhold* betyder ovenstående, at vedkommende er omfattet af forbuddet mod videregivelse af intern viden i § 36 i lov om værdipapirhandel m.v., og, såfremt der er tale om en udsteder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, at denne skal sikre iagttagelsen af offentliggørelsespligten vedrørende intern viden i § 27 i lov om værdipapirhandel m.v. Efter omstændighederne vil vedkommende tillige være omfattet af de interne regelsæt samt af reglerne om insiderlister.

I forhold til forbuddet mod insiderhandel i § 35 i lov om værdipapirhandel m.v. fører ovenstående derimod umiddelbart til det besynderlige resultat, at en person aldrig vil kunne handle i et værdipapir, såfremt vedkommendes intentioner/hensigter for at handle henholdsvis beslutningen herom har en sådan karakter, at de i sig selv udgør intern viden. Dette utilsigtede resultat er løst ved, at forbuddet mod insiderhandel afgrænses i markedsmisbrugsdirektivets 30. indledende betragtning:

»(30) Eftersom erhvervelse og afhændelse af finansielle instrumenter nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning herom fra den person, som foretager den ene eller den anden af disse transaktioner, bør en sådan erhvervelse eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden.«

I overensstemmelse med direktivets 30. indledende betragtning vil en person lovligt kunne gennemføre transaktioner i et givent værdipapir, uanset at vedkommende er i besiddelse af intern viden om egne forhold, herunder i form af intentioner, hensigter, vurderinger, analyser, beslutninger m.v.

Derimod vil en uafhængig tredjemand, der er i besiddelse af den samme viden være omfattet af forbuddet mod insiderhandel, idet den pågældende jo vil have viden om *andres forhold* og derfor ikke er omfattet af formuleringen i den 30. indledende betragtning.

7.3.2. Viden om markedsforhold

Viden om markedsforhold af betydning for værdipapiret er ikke omfattet af begrebet intern viden, hvis denne viden er tilgængelig for enhver.

Man kan således frit benytte sin kommercielle erfaring og indsyn. Herunder hører også den generelle erfaring om selskabet og dets markedssegment, der måtte være opnået via eksempelvis en direktørstilling i et offentligt handlet selskab. Det afgørende er, om de faktorer, som man konkret lægger vægt på ved investeringsbeslutningen, også er tilgængelige for andre. At andre måske savner en tilsvarende erfaring eller dygtighed til at nå samme beslutning, gør ikke forholdet til insiderhandel.

Ofte vil ledelsen i offentligt handlede selskaber have lidt bedre kendskab til de markedsforhold, der er relevante for netop deres virksomhed. Hvor en sådan indsigt ikke udgør intern viden, fordi denne er tilgængelig for markedet generelt, kan der lovligt handles på baggrund af denne. For at oplyse markedet bedre har man pålagt ledende medarbejdere at oplyse markedet om deres handler med selskabets aktier, jf. § 28 a i lov om værdipapirhandel m.v.

7.3.3. Særlige typer af værdipapirer

Aktier har været det primære fokus for udvalgets arbejde med forbuddet mod insiderhandel, da forbuddet særligt har gjort sig gældende i den sammenhæng. Det skyldes, at aktier er mere volatile end andre værdipapirer, og at flere forhold kan være kurspåvirkende. Men det bør ikke overses, at forbuddet mod insiderhandel gælder alle værdipapirer, der er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked eller en alternativ markedsplads, hertil knyttede instrumenter samt visse unoterede værdipapirer (investeringsforeningsbeviser mv.).

Som nævnt må fastlæggelsen af, om en given oplysning kan kvalificeres som intern viden i lovens forstand, foretages ud fra en konkret vurdering, der inddrager alle de på tidspunktet for investeringsbeslutningen foreliggende omstændigheder, som kan få betydning for kursdannelsen.

Det er imidlertid muligt i lovgivningen og i den juridiske teori at beskrive fastlæggelsen af intern viden i generelle vendinger, selv om vurderingen af, hvad der påvirker kursen i det konkrete tilfælde, vil afvige fra værdipapir til værdipapir.

Da intern viden i væsentligt omfang afgøres af, hvad der kan påvirke kursen, er det nærliggende at overveje, om den forskellige risiko- og afkastprofil af forskellige typer af værdipapirer kan påvirke afgørelsen af, hvad der udgør intern viden. Det er f.eks. almindeligt kendt, at kursdannelsen på realkreditobligationer hovedsageligt afgøres af markedsforhold, der er eksterne til det udstedende institut, og at instituttets egne forhold sjældent har betydning for kursdannelsen, som redegjort for i Realkreditrådets notat, jf. bilag 1. Tilsvarende kan man ved andre værdipapirer konstatere, at udstederens egne forhold har mindre betydning, fordi kursdannelsen hovedsageligt styres af andre

forhold. Erhvervsobligationer er f.eks. mindre kursfølsomme end aktier udstedt af samme selskab, og kursdannelsen på investeringsbeviser afhænger normalt af udviklingen i porteføljeselskaberne og ikke af investeringsforeningens egne interne forhold.

I relation til begrebet intern viden må udvalget imidlertid konstatere, at det lovgivningsmæssigt ikke er hensigtsmæssigt at forsøge en opdeling af begrebet alt efter typen af værdipapirer. Det er f.eks. rigtigt, at ændringer i ledelsen i et realkreditinstitut normalt ikke påvirker kursdannelsen på dets realkreditobligationer, men dette kan ikke med sikkerhed lægges til grund i ethvert tænkeligt tilfælde, og det er næppe lovgivningsmæssigt muligt eller hensigtsmæssigt at skelne mellem relevante og irrelevante begivenheder på dette område.

En ensartet definition af intern viden må derfor fastholdes, hvilket også gælder i relation til den øvrige regulering, der knytter sig til forbuddet mod insiderhandel. Det gælder særligt i forhold til oplysningsforpligtelserne, der jo også baseres på begrebet intern viden. Her skal det dog bemærkes, at der kan tages et vist hensyn til de særlige forhold for forskellige typer af værdipapirer, hvilket da også er gjort i det regelsæt, som NASDAQ OMX Copenhagen A/S har udstedt.

Denne ensartede behandling i lovgivningen ændrer dog ikke på, at det ved den konkrete fastlæggelse af, om en given oplysning udgør intern viden, vil have betydning, hvilket værdipapir den interne viden vedrører. For at vende tilbage til det ovenfor nævnte eksempel kan det således meget vel tænkes, at viden om et forestående ledelsesskifte i et realkreditinstitut ikke udgør intern viden, hvis det konkret må antages, at skiftet ingen påvirkning vil have på kursdannelsen af de pågældende realkreditobligationer. Dette gælder uanset, at skiftet måtte være et forhold, der omfattes af de specifikke oplysningsforpligtelser, som fastlægges af det enkelte regulerede marked. Det skyldes, at disse oplysningsforpligtelser som netop nævnt næppe kan rumme denne konkrete afvejning og derfor må affattes i generelle vendinger om, hvad der kan være intern viden.

Under hvilke betingelser kursen på et værdipapir kan antages at blive påvirket må som nævnt afgøres konkret under hensyn til de særlige markedsforhold for de pågældende typer af værdipapirer. For så vidt angår realkreditobligationer henviser udvalget her til notatet fra Realkreditrådet i bilag 1, som tages til efterretning.

7.3.3.1. Begrebet »intern viden« i forhold til andre typer af værdipapirer

Udvalget har, på trods af ovenstående, fundet det relevant kort at redegøre for begrebet intern viden i relation til forskellige værdipapirer.

Begrebet »intern viden« er aktuelt i alle sammenhænge, hvor der omsættes værdipapirer i en eller anden form. Begrebet har imidlertid ikke samme indhold i alle disse sammenhænge, hvorfor det har været nødvendigt at fokusere området for betænkningen til dele af værdipapirmarkedet, nemlig til markedet for handel med aktier.

Udvalget har imidlertid også drøftet de særlige aspekter omkring intern viden, som er relevante i forbindelse med realkreditobligationer, der typisk er præget af ganske små udsving i kursfastsættelsen, ligesom obligationsmarkedet i vidt omfang er et meget mere gennemsigtigt marked end aktiemarkedet. Se nærmere herom i afsnit 7.3.3.3.

Udvalget anerkender samtidig, at der, på samme måde som vedrørende realkreditobligationerne, kan være særlige forhold, der gør sig gældende vedrørende andre typer af værdipapirer end aktier, og har i den forbindelse bl.a. drøftet investeringsforeningsbeviser, optioner, futures og andre former for derivataftaler. Udvalget har imidlertid skønnet, at det ikke er hensigtsmæssigt at knytte særlige kommentarer til disse øvrige typer af værdipapirer, men at udvalgets overvejelser om aktier også kan udstrækkes til disse værdipapirer med forbehold for disses særlige karakteristika og markedsforhold.

Det skal således understreges, at lovgivningen er den samme, uanset hvilken type af værdipapirer der er tale om, og det er således alene bevisvurderingen, der kan variere for de forskellige værdipapirer og markeder.

7.3.3.2. Aktier

Begrebet »intern viden« har en særlig relevans for aktiemarkedet, fordi kursdannelsen på aktier normalt omfatter ganske mange forhold, både forhold der angår udstederens interne situation, ledelse og fremtidsudsigter og forhold, som angår markedet og samfundet i øvrigt. Her er der mange virksomheder og mange aktører i det hele taget. Der er derfor også langt større mulighed for, at aktører ligger inde med en viden om de enkelte offentligt handlede selskaber, som de kan handle på baggrund af, inden den pågældende viden kommer til markedets kendskab.

Langt de fleste regelsæt om insiderhandel m.v. er da også umiddelbart formuleret med aktiehandel for øje, selv om reglerne er udvidet til at gælde alle former for værdipapirer, herunder også obligationer og investeringsforeningsbeviser.

Hertil kommer, at udvalgets kommissorium, jf. kapitel 1, tager sit udgangspunkt i hændelsesforløbet i forbindelse med Midtbank-sagen, der vedrørte aktiekøb.

Udvalget har derfor i afgrænsningen af emnet for udvalgets arbejde valgt, at betænkningens væsentligste fokus skal være aktiehandel. Udvalget har dog kort beskæftiget sig med obligationsmarkedet i relation til bestemmelserne om insiderhandel, jf. nedenfor.

7.3.3.3. Realkreditobligationer

Udvalget har drøftet, hvilke forskelle der er på handel med aktier og realkreditobligationer i relation til insiderhandel og begrebet intern viden. På grund af den forholdsvis faste kursdannelse, som i vidt omfang baserer sig på kendte statistikker, kendte konverteringsmønstre og matematiske modeller, er der kun en meget lille – om overhovedet nogen – forskel på priserne i markedet på den samme realkreditobligation.

Samtidig betyder intern viden om forhold i realkreditinstitutterne meget ofte ikke noget for kursfastsættelsen, som dannes ud fra forholdsvis faste parametre.

Dette indebærer, at hvad der kunne være intern viden i relation til handel med aktier, ikke ville udgøre intern viden, som kan benyttes på realkreditobligationsmarkedet, da den pågældende viden ikke ville være af betydning for kursfastsættelsen.

Realkreditrådet og repræsentanter for realkreditobligationsmarkedet har over for udvalget redegjort for de særlige forhold på markedet, og hvad de betyder for, hvornår der foreligger en intern viden, som kan få indflydelse på den enkelte handel. Realkreditrådet har i den forbindelse udarbejdet en redegørelse om emnet, som er vedlagt denne betænkning som bilag 1.

Udvalget anerkender, at der gør sig særlige forhold gældende på realkreditobligationsmarkedet, og at disse forhold er som beskrevet i Realkreditrådets notat. Disse særlige forhold må tages i betragtning, når forbuddet mod insiderhandel skal anvendes på dette område. Udvalget vil, som allerede anført, herudover ikke beskæftige sig yderligere med realkreditobligationsmarkedet i nærværende betænkning.

7.4. Hvornår skal intern viden offentliggøres?

I henhold til § 27, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. skal en udsteder hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, hvis denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. Offentliggørelse af intern viden skal ske umiddelbart efter, at den interne viden foreligger:

»§ 27. En udsteder af værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til handel på et sådant marked, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne viden direkte vedrører udstederens virksomhed. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information.

Stk. 2. Intern viden, som en udsteder som nævnt i stk. 1 eller en person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, videregiver til tredjemand som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. § 36, skal af udstederen offentliggøres i sin helhed samtidig med videregivelsen til tredjemand. Hvis udstederen ikke på tidspunktet for videregivelsen er bevidst om, at der er sket videregivelse, skal offentliggørelse ske straks efter, at udstederen får viden eller burde have fået viden om, at videregivelse af intern viden er sket. 1. og 2. pkt. finder ikke anvendelse, hvis den tredjemand, der modtager den interne viden, er pålagt tavshedspligt i henhold til lov, administrativ bestemmelse, vedtægt eller kontrakt, eller såfremt det ved videregivelsen sikres, at den modtagende tredjemand er bekendt med, at oplysningerne er intern viden, og med, at vedkommende som følge heraf er underlagt forbuddet mod videregivelse af intern viden, jf. § 36.

Stk. 3. En udsteder er alene forpligtet til at offentliggøre intern viden i henhold til stk. 1 og 2 i forhold til det eller de regulerede markeder, hvor udstederen har anmodet om eller fået godkendt en optagelse af værdipapirer til handel.

Stk. 4. En udsteder skal sikre, at offentliggørelsen af intern viden sker på en sådan måde, at offentligheden hurtigt kan få adgang til denne viden, og at de offentliggjorte oplysninger er tilstrækkelige til, at der kan foretages en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Udstederen må ikke på vildledende måde kombinere offentliggørelse af intern viden med markedsføringsvirksomhed. En udsteder skal så vidt muligt sikre, at offentliggørelse sker samtidig over for alle kategorier af investorer i alle lande inden for

Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, hvor udstederen har anmodet om eller har fået godkendt en optagelse af værdipapirer.

Stk. 5. En udsteder af værdipapirer som nævnt i stk. 1 skal uden ugrundet ophold og i et passende tidsrum efter, at offentliggørelse af intern viden er sket i henhold til stk. 1 eller 2, lade al sådan viden figurere på sin hjemmeside.

Stk. 6. En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden i henhold til stk. 1 for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden og udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Berettigede interesser efter 1. pkt. kan især vedrøre:

- 1) Igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb. Hvis udstederens finansielle levedygtighed er i alvorlig og overhængende fare, uden at der dog er indgivet begæring om konkurs eller om åbning af tvangsakkord, kan offentliggørelsen af intern viden alene udsættes i en begrænset periode, og kun såfremt en sådan offentliggørelse vil medføre alvorlig skade for de eksisterende og potentielle aktionærers interesser ved at underminere afslutningen af bestemte forhandlinger, der har til formål at sikre udstederens rentabilitet på lang sigt.
- 2) Beslutninger eller kontrakter, der er truffet eller indgået af en udsteders ledelse, hvor det er nødvendigt med godkendelse fra et andet selskabsorgan hos udstederen, for at beslutningen eller kontrakten kan få virkning. 1. pkt. finder alene anvendelse, hvis offentliggørelse af den trufne beslutning eller indgåelsen af kontrakten, forinden godkendelsen foreligger, vil medføre risiko for, at investorerne ikke foretager en korrekt vurdering af den offentliggjorte information.

Stk. 7. En udsteder af omsættelige værdipapirer omfattet af § 2, stk. 1, nr. 1, og som er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal senest 8 dage før generalforsamlingen, dog senest 4 måneder efter regnskabsårets afslutning, offentliggøre den af bestyrelsen godkendte årsrapport. Udstederen skal ligeledes offentliggøre den af bestyrelsen godkendte halvårsrapport for regnskabsårets første 6 måneder. Offentliggørelsen af halvårsrapporten skal ske hurtigst muligt efter udløbet af halvårsperioden, dog senest 2 måneder efter. De offentliggjorte årsrapporter og halvårsrapporter for udstedere her fra landet og fra andre lande inden for Den Europæiske Union eller fra lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal være udarbejdet i overensstemmelse med regnskabslovgivningen i det land, hvor udstederen har sit registrerede hjemsted. Finanstilsynet fastsætter regler om, efter hvilke regler årsrapporter og halvårsrapporter fra udstedere fra andre lande skal være udarbejdet. Årsrapporten og halvårsrapporten skal være tilgængelige for offentligheden i mindst 5 år.

Stk. 8. En udsteder af aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, skal offentliggøre en periodemeddelelse i løbet af både første og anden halvårsperiode af regnskabsåret. Meddelelsen skal offentliggøres tidligst 10 uger efter begyndelsen af den pågældende halvårsperiode og senest 6 uger inden udgangen af denne. En udsteder, der offentliggør kvartalsrapporter, er ikke forpligtet til at offentliggøre de i 1. pkt. nævnte periodemeddelelser.

Stk. 9. Bestemmelserne om halvårsrapporter i stk. 7 finder alene anvendelse på udstedere af aktier eller obligationer eller andre former for omsættelige gældsinstrumenter, bortset fra værdipapirer, der kan sidestilles med aktier i selskaber, eller værdipapirer, som, hvis de konverteres eller de dertil knyttede rettigheder udøves, giver ret til at erhverve aktier eller værdipapirer, der kan sidestilles med aktier.

Stk. 10. Stk. 7 finder ikke anvendelse på andele i kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Stk. 11. Stk. 7 og 8 finder ikke anvendelse på følgende udstedere:

- 1) Lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller regionale eller kommunale myndigheder i disse lande.
- 2) Internationale offentligretlige organer, som et eller flere lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, er medlemmer af.
- 3) Den Europæiske Centralbank.
- 4) Centralbanker, der er hjemmehørende i lande inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område.
- 5) Udstedere, der kun udsteder gældsinstrumenter, der er optaget til notering eller handel på en handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område for værdipapirer, og hvis pålydende værdi pr. enhed udgør mindst 50.000 euro, eller hvis pålydende værdi pr. enhed på udstedelsesdagen svarer til mindst 50.000 euro, når gældsinstrumenterne er udstedt i en anden valuta end euro.

Stk. 12. Stk. 7, 2. pkt., finder ikke anvendelse på udstedere, der den 20. januar 2004 udelukkende udstedte og fortsat udelukkende udsteder gældsinstrumenter optaget til handel på et reguleret marked her i landet, i et andet land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, der er dækket af en ubetinget og uigenkaldelig garanti fra udstederens hjemland i Den Europæiske Union, eller i et land, som Fællesskabet har indgået aftale med på det finansielle område, eller regionale eller kommunale myndigheder i dette land.«

Bestemmelsen er en gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 1, og artikel 2, stk. 2, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv. Bestemmelsen gennemfører ligeledes bestemmelser i gennemsigtighedsdirektivet for så vidt angår årsrapporter, halvårsrapporter, kvartalsrapporter og periodemeddelelser.⁵⁶

Udvalget bemærker, at Erhvervsankenævnet den 11. september 2008 har afsagt kendelse i en sag om pligten til at offentliggøre intern viden.⁵⁷ Udvalget har ikke foretaget en nærmere vurdering af Erhvervsankenævnets kendelse, idet spørgsmålet om offentliggørelsestidspunktet ligger uden for udvalgets kommissorium.

Da en udsteder kan have legitime grunde til at udsætte offentliggørelse af intern viden, indeholder § 27, stk. 6, i lov om værdipapirhandel m.v. en undtagelse til hovedreglen i § 27, stk. 1, om tidspunktet for offentliggørelse. I medfør af undtagelsen kan en udsteder på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden, og udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt.

Bestemmelsen er en gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, stk. 2.

⁵⁶ Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav i forbindelse med oplysninger om udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og om ændring af direktiv 2001/34/EF, (EU-Tidende 2004 nr. L 390, s. 38).

⁵⁷ Erhvervsankenævnets j.nr. 2007-0012239.

Det følger af § 37, stk. 3, nr. 3, i lov om værdipapirhandel m.v., at en udsteder skal have interne regler, der effektivt sikrer, at offentliggørelse af intern viden finder sted straks, hvis udstederen konstaterer, at der er sket videregivelse af den interne viden.

Bestemmelsen er en gennemførelse af artikel 3, stk. 2, litra c, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv, hvoraf det fremgår, at udstederen i forbindelse med udsættelse af offentliggørelse af intern viden skal have indført foranstaltninger, som giver mulighed for øjeblikkelig offentliggørelse i tilfælde, hvor udstederen ikke har kunnet sikre, at den pågældende interne viden behandles fortroligt.

7.5. Besiddelse af intern viden

Besiddelse af intern viden forudsætter, at man har tilegnet sig og forstået den information, der kan kvalificeres som *intern viden* efter definitionen heraf i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, og den nærmere beskrivelse i Kommissionens gennemførelsesdirektiv artikel 1. Det er derimod ikke et krav, at den pågældende har forstået, at informationen har karakter af intern viden. Dette følger af, at det efter dansk ret gælder, at uagtsomhed er tilstrækkelig tilregnelser i denne henseende. Det er således tilstrækkeligt, at den pågældende *burde* have forstået, at den information, som vedkommende er bekendt med, kunne kvalificeres som intern viden. Den interne viden skal dog være tilegnet af insideren, og man kan således ikke gøre gældende, at den pågældende burde have haft en vis viden, f.eks. hvis vedkommende havde fulgt bedre med eller havde læst visse dokumenter.

Besiddelse af intern viden, senest på tidspunktet for aftaleindgåelsen, er således en forudsætning for, at forbuddet mod insiderhandel er overtrådt. Vurderingen af, hvorvidt der er indgået en aftale samt tidspunktet herfor, sker efter de almindelige aftaleretlige regler.

Det er imidlertid ikke tilstrækkeligt alene at besidde intern viden. For at forbuddet mod insiderhandel er overtrådt, skal man i henhold til markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, også benytte den interne viden.

Forbuddet mod benyttelse af intern viden er nærmere beskrevet i betænkningens kapitel 8.

Det bemærkes afslutningsvis, at udvalget ikke i denne betænkning har behandlet hvilke krav, der stilles til bevisførelsen og vægtningen af disse i forbindelse med en straffesag.

Kapitel 8 – Benyttelse af intern viden

8.1. Indledning

I dette kapitel analyseres forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivet. Analysen tager udgangspunkt i den EU-retlige regulering, fordi det danske forbud udspringer af denne. I henhold til udvalgets kommissorium er det udvalgets opgave at vurdere, om den danske regulering og praksis er i overensstemmelse med de EU-retlige regler, som den danske regulering er en gennemførelse af. For at kunne vurdere dette må indholdet af markedsmisbrugsdirektivet fastslås.

Markedsmisbrugsdirektivets forbud mod insiderhandel består af to elementer: først fastlægges begrebet *intern viden*, hvilket er relevant, da forbuddet retter sig imod den, som *besidder* intern viden. Dette er behandlet i kapitel 7. Dernæst forbydes *benyttelsen* af en sådan intern viden. Disse to elementer om besiddelse af intern viden og benyttelse af samme er begge vigtige for forståelsen af forbuddet. Kapitel 8 indeholder i det følgende en analyse af markedsmisbrugsdirektivets betydning for forståelsen af forbuddet mod insiderhandel særligt med henblik på terminologien »benyttelse«.

8.2. Benyttelse af intern viden

For at overtræde forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, skal man ifølge ordlyden både være i *besiddelse* af intern viden og *benytte* denne viden. Dette fremgår ligeledes af markedsmisbrugsdirektivets 18. indledende betragtning, der på dette punkt indholdsmæssigt svarer til ordlyden af det nu ophævede insiderdirektivs 12. indledende betragtning. At forbuddet har disse to bestanddele blev også fremhævet af EU-Domstolen i Georgakis-sagen, jf. afsnit 5.6.3, og Spector Photo Group-sagen, jf. afsnit 5.6.4.

Besiddelse af intern viden i forbindelse med erhvervelse eller afhændelse af finansielle instrumenter er således ikke i sig selv nok til, at forbuddet må anses for overtrådt. For at en person kan siges at overtræde forbuddet, skal personen, der er i besiddelse af intern viden, »benytte« den interne viden i forbindelse med gennemførelsen af handlen eller forsøget herpå. Det er således irrelevant, at en person var i besiddelse af intern viden på det tidspunkt, hvor der blev indgået en handel, hvis der i forbindelse med handlen ikke kan siges at være sket en benyttelse af den interne viden. Betydningen af dette krav om benyttelse er søgt illustreret ved en række praktiske eksempler i kapitel 9.

Markedsmisbrugsdirektivet indeholder ikke nogen nærmere beskrivelse af, hvornår der er tale om »benyttelse« i direktivets forstand. Der er i udvalget enighed om, at det afgørende er, om personen foretager en markedstransaktion på grundlag af den interne viden.⁵⁸ Spørgsmålet er herefter, hvornår dette vil være tilfældet. For at kunne fastslå dette, må der særligt ses på karakteren af intern viden.

⁵⁸ Denne beskrivelse svarer til § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., hvorefter der skal foreligge intern viden, som kan være af betydning for handlen.

Intern viden udgør en informationsfordel, som insideren nyder i forhold til sin medkontrahent. Insidereren kan derfor træffe beslutning på et bedre grundlag end de øvrige aktører på markedet. Når den interne viden har været af betydning ved beslutningen om at handle, er det sket for at realisere denne fordel. Disse tilfælde udgør således insiderhandel. Dette vil også gælde i passivitetstilfælde. Er der f.eks. tale om en forhandlingssituation, hvor en sælger henvender sig til en køber med tilbud om salg af sine aktier, uden at køber accepterer den pågældende dag, hvorefter sælgeren dagen efter opnår negativ intern viden om et forventet kursfald for de pågældende aktier, og køber accepterer sælgers tilbud på tredjedagen, dog uden at sælger lader sin negative interne viden afspejle i salgsprisen, vil der være en formodning for, at der foreligger insiderhandel.

Hvor f.eks. en sælger eller en køber afspejler den interne viden i salgs-/købsprisen, vil dette forhold betyde, at den interne viden ikke er benyttet, idet der netop ikke er tale om, at sælger eller køber forsøger at realisere værdien af informationsfordelen ved handlen, men derimod søger at afspejle den i prisen. Det bemærkes dog, at der foreligger en særlig risiko ved at handle på et tidspunkt, hvor vedkommende er i besiddelse af intern viden. Vurderingen af den pågældende handel, herunder om salgs-/købsprisen reelt afspejler den interne viden, kan efterprøves af domstolene.

I praksis kan det være svært at afspejle den interne viden i salgs-/købsprisen uden, at der i den forbindelse videregives intern viden eller indikationer om eksistensen af intern viden. Dette gør sig særligt gældende i situationer, hvor den interne viden opnås under forhandlinger, hvor der endnu ikke er indgået en aftale om køb og salg. Er der tale om en situation, hvor en sælger henvender sig til en modpart om salg af sine aktier, og modparten er i besiddelse af positiv intern viden om aktien, er modparten, jf. ovenfor, forpligtet til enten at videregive den interne viden, hvis dette er muligt i forhold til forbuddet mod videregivelse af intern viden, jf. § 36 i lov om værdipapirhandel m.v., eller at afstå fra at handle. I nogle tilfælde vil en videregivelse af intern viden efter § 36 ikke være muligt, og modparten bliver således nødt til at afstå fra at handle. Afstår modparten fra at handle, kan vedkommende i den forbindelse også være afskåret fra at begrunde sit afslag på at handle, hvis oplysningen om, at man er i besiddelse af intern viden, gør sælger i stand til at vurdere karakteren af den interne viden.

Der vil ikke foreligge insiderhandel i tilfælde, hvor salget/købet gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at sælge eller købe værdipapirer, når denne forpligtelse er baseret på en bindende aftale, der er indgået før, der er opnået intern viden. Dette fremgår af markedsmisbrugsdirektivet artikel 2, stk. 3. Samme princip gælder, hvor forpligtelsen kun gælder den ene part, f.eks. ved optioner.

Det afgørende er således, om personen foretager en markedstransaktion på grundlag af den interne viden.

Endvidere følger det af markedsmisbrugsdirektivets 33. indledende betragtning, at handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer af økonomiske årsager kan være lovlig under visse omstændigheder og derfor *ikke i sig selv* bør betragtes som markedsmisbrug. Denne betragtning knytter sig til markedsmisbrugsdirektivets artikel 8, hvorefter bl.a. forbuddet mod insiderhandel ikke gælder for egne aktier i tilbagekøbsprogrammer, forudsat at transaktionen gennemføres i overensstemmelse med nærmere fastsatte gennemførelsesforanstaltninger. Artikel 8 er udmøntet ved Kommissionens forordning nr. 2273/2003 om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter (tilbagekøbsforordningen), der således angiver de vilkår, hvorunder disse transaktioner kan

gennemføres, så der med sikkerhed ikke forekommer hverken insiderhandel eller kursmanipulation. Det er vigtigt at bemærke, at selv hvis forordningen ikke følges, kan transaktionen ikke af den grund betragtes som insiderhandel eller kursmanipulation, jf. tilbagekøbsforordningens 2. indledende betragtning, men i så fald vil adfærden blive underlagt en selvstændig vurdering i forhold til, om forbuddet mod insiderhandel er overtrådt, jf. nærmere afsnit 8.3.4. nedenfor.

8.3. Tilfælde der ikke er omfattet af forbuddet mod benyttelse af intern viden

Som nævnt ovenfor under afsnit 5.4.2. kan der af markedsmisbrugsdirektivet udledes en række situationer, der ikke er omfattet af forbuddet mod benyttelse af intern viden. Mange af disse er nævnt i direktivets indledende betragtninger, der angiver, hvordan direktivets artikler skal fortolkes. Udvalget har drøftet, hvordan disse eksempler på forhold, som ikke udgør insiderhandel, kan fortolkes.

Udvalget har som led i disse overvejelser bl.a. rettet henvendelse til Kommissionen. Fra en af udvalgets henvendelser til Kommissionen skal fremhæves:

»A literal interpretation of the rephrasing could suggest that any exemption to the rule, besides those stated in different articles and recitals of the Directive are ruled out. To be more specific, the Market Abuse Directive contains provisions that either describe situations where inside information is not used, e.g. Art. 2(3), where a binding obligation to trade has been entered into before the inside information came into possession, or where inside information is deemed not to be abused per se, e.g. Recital 18 on market-makers and Recital 29 on public takeover bids and mergers. In respect of Recital 18, it is thus stated in the European Parliament's report, that "[I]nside information should be clearly defined and its misuse effectively punished. However, it is necessary to make it clear that professionals acting as intermediaries merely pursuing their day-to-day business cannot be plainly seen as "misusers" of inside information.«

Fra et af Kommissionens svar skal fremhæves:

»We in the Commission services agree with the literal interpretation which you mention in your letter: the MAD and its implementing measures do not allow for any exemptions to the rule prohibiting insider dealing, other than those explicitly stated in their provisions.«

Udvalget kan tiltræde Kommissionens betragtninger om, at en restriktiv forståelse af undtagelserne er nødvendig for at sikre en effektiv efterlevelse af direktivets forbud. På baggrund heraf konkluderes det, at markedsmisbrugsdirektivet ikke tillader, at de enkelte medlemsstater inddrager andre principper eller hensyn for en begrænsende fortolkning af forbuddet mod insiderhandel end de, der udtrykkeligt fremgår af direktivet.

Udvalget har herefter fundet det relevant at behandle rækkevidden af de enkelte tilfælde, hvor direktivet selv anfører enten undtagelser i direktivets artikler, eller hvor direktivets indledende betragtninger yder fortolkningsbidrag til forståelsen af insiderforbuddets afgrænsning. Disse behandles nedenfor.

8.3.1. Markedsmisbrugsdirektivets 18. indledende betragtning

»(18) Brug af intern viden kan bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, hvis den berørte part ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden. I denne forbindelse bør de kompetente myndigheder tage stilling til, hvad en normal og fornuftig person ville vide eller burde have vist under de givne omstændigheder. Desuden bør det forhold alene, at market-makers, instanser, der er bemyndiget til at optræde som medkontrahenter, eller værdipapirhandlere, der har tilladelse til at handle for tredjemands regning, med intern viden i de første to tilfælde blot fortsætter deres lovlige forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter eller i det sidste tilfælde blot loyalt udfører en ordre, ikke i sig selv betragtes som brug af intern viden.«

Betragtningen må i overensstemmelse med sin ordlyd forstås således, at de forhold, som betragtningen omhandler, ikke i sig selv bør betragtes som *benyttelse* af intern viden i forbuddets forstand. De omhandlede forhold er dels, at market-makere kan foretage deres normale køb og salg af værdipapirer og dels, at værdipapirhandlere loyalt kan udføre kunders ordrer. Forskellen på de to situationer er, at værdipapirhandlere, der agerer som market-makere, køber og sælger værdipapirer på egne vegne, hvorimod værdipapirhandlere, der udfører kunders ordrer, selvsagt køber og sælger værdipapirer på deres kunders vegne. Når market-makeren er i besiddelse af intern viden og udfører såkaldt *normal* handel for egen regning for at opfylde sin funktion som market-maker, og når værdipapirhandleren er i besiddelse af intern viden og *loyalt* udfører en kundes ordre, er det ifølge betragtningen ikke noget, der i sig selv skal betragtes som *benyttelse* af intern viden.

Direktivets 18. indledende betragtning fastslår således, at den blotte besiddelse af intern viden ikke hindrer, at market-makere og værdipapirhandlere udfører deres sædvanlige funktioner, men at der i konkrete tilfælde *kan* foreligge en benyttelse af den interne viden. Dette må antages at være tilfældet for market-makers vedkommende, såfremt de udfører deres funktion på en sådan måde, at det må lægges til grund, at vedkommende har søgt at realisere den fordel, som den interne viden udgør. Tilsvarende kan en værdipapirhandlers rolle ved kundens beslutning om at handle blive sådan, f.eks. ved rådgivning, at værdipapirhandleren reelt må anses for enten at have tilskyndet eller medvirket til kundens insiderhandel, hvilket vil være en overtrædelse af forbuddet i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., eller værdipapirhandleren kan benytte sin viden om kundens handler til at begå frontrunning, jf. § 34, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v. Hvorvidt market-makers og værdipapirhandlers aktiviteter udgør insiderhandel må afgøres konkret fra sag til sag af domstolene ved en normal bevisvurdering i strafferettens former, hvor der må lægges vægt på hensynene bag forbuddet om at beskytte markedets funktion og investorernes tillid til markedet.

Ved en market-maker (prisstiller) forstås en person, der på de finansielle markeder og på et kontinuerligt grundlag er villig til at handle for egen regning ved at købe og sælge værdipapirer over egenbeholdningen til priser, som personen selv fastsætter, jf. gennemsigtighedsdirektivets artikel 2, stk. 1, litra n, og gennemførelsen heraf i § 8, stk. 3, i bekendtgørelse om storaktionærer.

8.3.2. Markedsmisbrugsdirektivets 29. indledende betragtning

»(29) Adgang til intern viden om et andet selskab og brug af denne viden i forbindelse med et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over dette selskab eller at foreslå en fusion med dette selskab bør ikke i sig selv betragtes som insiderhandel.«

Betragtningen afsluttes med formuleringen »... *bør ikke i sig selv betragtes som insiderhandel.*«. Det må forstås således, at den blotte besiddelse af intern viden ikke hindrer, at der fremsættes et tilbud om overtagelse eller fusion, og at et sådant tilbud efterfølgende gennemføres. Heraf følger for det første, at videregivelse af intern viden i fortrolighed kan være lovlig for ad den vej at skabe informationsparitet forud for en handel, hvilket også må gælde i relation til det særskilte forbud mod uberettiget videregivelse af intern viden i værdipapirhandelslovens § 36. De omhandlede situationer vedrører tilfælde, hvor et selskab eller en person har fået adgang til intern viden om et andet selskab (f.eks. ved en due diligence) og efterfølgende *benytter* denne viden i forbindelse med, at der fremsættes et offentligt købstilbud til aktionærerne i målselskabet med det formål enten at få kontrol over målselskabet eller at foreslå en fusion med det. Det bør bemærkes, at tilbudsgiver i praksis faktisk benytter den interne viden, der normalt er aktionærerne (tilbudsmodtagerne) ubekendt, til at fastlægge et tilbud. Tager tilbudsgiver indholdet af den interne viden i betragtning ved fastsættelsen af den pris, som aktionærerne tilbydes, kan det tale for, at den interne viden ikke er benyttet og derved ikke omfattes af forbuddet mod insiderhandel. Denne vurdering kan efterprøves af domstolene.

Udvalget har spurgt Kommissionen om rækkevidden af undtagelsen efter 29. indledende betragtning. Af korrespondancen med Kommissionen fremgår det, at den 29. indledende betragtning giver tilbudsgivere med intern viden en begrænset beskyttelse, og at grænserne for denne beskyttelse defineres af de overordnede formål med markedsmisbrugsdirektivet: at sikre markedets integritet og forstærke investorernes tillid hertil. Hertil kommer EU-Domstolens fortolkningsbidrag i Spector Photo Group-sagen om, at det karakteristiske ved insiderhandel er, at insideren drager økonomiske fordele af sin interne viden til skade for tredjemand, her aktionærerne qua tilbudsmodtagere, jf. præmis 52, og hvis tilbuddet derfor i rimelig grad afspejler den interne viden, foreligger der ingen sådan skade.

Det bemærkes, at de to situationer, der henvises til, i øvrigt er undergivet særregulering i andre dele af lovgivningen. Et offentligt overtagelsestilbud til aktionærerne skal overholde de almindelige betingelser for fremsættelse af offentlige købstilbud i kapitel 8 i lov om værdipapirhandel m.v. og bekendtgørelse om overtagelsestilbud. Fusion reguleres efter selskabslovgivningen, hvor der sondres mellem national og international fusion. Begge områder er regulerede ved direktiver, henholdsvis ved direktivet om overtagelsestilbud og 3. selskabsdirektiv om fusioner. § 35, stk. 2, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. er en gennemførelse af de to eksempler nævnt i markedsmisbrugsdirektivets 29. indledende betragtning.

8.3.3. Markedsmisbrugsdirektivets 30. indledende betragtning

»(30) Eftersom erhvervelse og afhændelse af finansielle instrumenter nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning herom fra den person, som foretager den ene eller den anden af disse transaktioner, bør en sådan erhvervelse eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden.«

Betragtningen afsluttes som direktivets 18. indledende betragtning, hvilket ligeledes må forstås sådan, at det forhold, betragtningen omhandler, ikke i sig selv bør betragtes som *anvendelse* (benyttelse) af intern viden i forbuddets forstand. Det omhandlede forhold er viden om ens egen beslutning om at købe eller sælge.

Dette er ikke omfattet af forbuddet mod insiderhandel, idet beslutningen om at udføre transaktionen i disse tilfælde ikke skal anses for en sådan benyttelse, der strider mod forbuddet i direktivets artikel 2, stk. 1. Hvis forbuddet blev fortolket som omfattende en sådan egen beslutning om at handle, kunne en række handler aldrig gennemføres. Direktivets 30. indledende betragtning gør det derfor klart, at forholdet ikke udgør en benyttelse i forbuddets forstand. Det bør bemærkes, at dette ikke ændrer på, at beslutningen kan udgøre intern viden. Mens det således kan være lovligt at gennemføre sin beslutning om et større opkøb, kan det være en overtrædelse af forbuddet mod uberettiget videregivelse af intern viden i § 36 i lov om værdipapirhandel m.v. at oplyse andre om beslutningen, medmindre det er omfattet af undtagelsen til videregivelsesforbuddet i bestemmelsens sidste led. Andres benyttelse af viden om, at vedkommende har besluttet en større aktiehandel, kan også udgøre insiderhandel, f.eks. i form af frontrunning, jf. definitionen i § 34, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v., der fastlægger, at intern viden omfatter værdipapirhandlers viden om endnu ikke udførte handelsordrer for kunder.

8.3.4. Markedsmisbrugsdirektivets artikel 8 og 33. indledende betragtning

Artikel 8:

»Forbuddene i dette direktiv gælder ikke for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller for stabilisering af et finansielt instrument, forudsat at sådanne transaktioner gennemføres i overensstemmelse med gennemførelsesforanstaltninger, der er vedtaget efter den i artikel 17, stk. 2, omhandlede procedure.«

33. indledende betragtning:

»(33) Stabilisering af finansielle instrumenter eller handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer kan af økonomiske årsager være lovlig under visse omstændigheder og bør derfor ikke i sig selv betragtes som markedsmisbrug. Der bør udarbejdes fælles standarder for at skabe praktiske retningslinjer på området.«

På baggrund af markedsmisbrugsdirektivets artikel 8 og den tilknyttede 33. indledende betragtning har Kommissionen udstedt en forordning om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af værdipapirer.⁵⁹ Af forordningens 2. indledende betragtning fremgår det:

»(2) Aktiviteter i form af handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller stabilisering af et finansielt instrument, der ikke er fritaget for forbuddene i direktiv 2003/6/EF, som omhandlet i direktivets artikel 8, bør ikke i sig selv betragtes som markedsmisbrug.«

Det følger af markedsmisbrugsdirektivets artikel 8, at handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af værdipapirer falder uden for forbuddet, hvis de pågældende transaktioner gennemføres i overensstemmelse med gennemførelsesforanstaltninger til markedsmisbrugsdirektivet, hvilket vil sige forordningen. Af 2. indledende betragtning i forordningen fremgår det dog, at transaktioner af denne type, der *ikke* er fritaget efter

⁵⁹ Kommissionens forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, (EU-Tidende 2003 nr. L 336, s. 33).

markedsmisbrugsdirektivets artikel 8, *ikke* i sig selv bør betragtes som markedsmisbrug. I forordningens 3. indledende betragtning fremgår det videre, at sådan adfærd »skal derfor betragtes som enhver anden aktivitet, der er omfattet af direktiv 2003/6/EF, og kan blive genstand for administrative foranstaltninger eller sanktioner, hvis den kompetente myndighed fastslår, at den pågældende aktivitet skal betragtes som markedsmisbrug«.

Forordningens indledende betragtninger må forstås i sammenhæng med forordningens artikel 3 og 7, der fastslår, at markedsmisbrugsdirektivets artikel 8 *kun* fritager adfærd, der gennemføres i overensstemmelse med forordningens betingelser, fra forbuddene i direktivet (herunder forbuddet mod insiderhandel). Betragtningerne er således udtryk for, at stabiliseringsprogrammer og stabilisering af værdipapirer godt kan finde sted uden nødvendigvis at følge disse betingelser, uden at det i sig selv udgør markedsmisbrug. I så fald skal denne adfærd underlægges en selvstændig vurdering i forhold til forbuddets betingelser, hvilket også fremgår af bemærkningerne til lov nr. 1460 af 22. december 2004, der gennemførte markedsmisbrugsdirektivet.⁶⁰

8.4. Udvalgets vurdering og konklusion vedrørende benyttelse

Det fremgår af forarbejderne og den endelige direktivtekst, at man med markedsmisbrugsdirektivet ønskede et mere vidtrækkende forbud end det forbud, som var formuleret i det tidligere insiderdirektiv fra 1989. I det nye direktiv er forsøg direkte omfattet af artikel 2, stk. 1, og det fremgår af 18. indledende betragtning, at uagtsomhed er tilstrækkelig. Man har herved ønsket at undgå, at medlemsstaterne kun betragtede forbuddet som overtrådt, såfremt der forelå en forsætlig overtrædelse, eller såfremt der kunne bevises en hensigt om at opnå en gevinst eller undgå et tab. En tilsvarende opfattelse er lagt til grund i Spector Photo Group-sagen, jf. afsnit 5.6.4. For dansk rets vedkommende har man i lighed med de øvrige nordiske lande og England ikke stillet disse krav, og i så henseende har denne ændring i det nye direktiv ikke haft betydning.

Udvalget har søgt at præcisere kravet om benyttelse nærmere, og har fundet det hensigtsmæssigt at lade sig inspirere af forståelsen i de lande, som Danmark har en tæt geografisk og sammenhandelsmæssig tilknytning til.

Som nævnt ovenfor under afsnit 8.2. kræves der ikke blot besiddelse af intern viden, men også benyttelse af intern viden, for at udgøre en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel.

Efter udvalgets opfattelse foreligger der benyttelse af intern viden, hvor personen foretager en markedstransaktion på grundlag af den interne viden.

Det engelske tilsyn, The Financial Services Authority, har i sin Code of Market Conduct defineret »insider trading« som »trading on the basis of inside information« og anfører herom:

»1.3.4: In the opinion of the FSA, if the inside information is the reason for, or a material influence on, the decision to deal or attempt to deal, that indicates that the person's behaviour is "on the basis of" inside information.«

⁶⁰ Se lovforslag L 13 af 6. oktober 2004 fremsat af økonomi- og erhvervsministeren.

Hvis den interne viden således er årsagen til, eller har en væsentlig indflydelse på beslutningen om at handle, er det i engelsk ret en indikation af, at der er tale om adfærd, der har karakter af benyttelse af den interne viden.

Det tyske tilsyn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), har i sin Emittentenleitfaden beskrevet kravet om »verwendung« af den interne viden (gengivet med officiel engelsk oversættelse):

»III.2.2.1.2. Verwendung von Insiderinformationen

Der Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers erfüllt nur dann den Verbotstatbestand, wenn Insiderinformationen verwendet werden. Der Insider verwendet Insiderinformationen, wenn er in Kenntnis der Information handelt und dabei die Information in sein Handeln mit einfließen lässt.«

»III.2.2.1.2. Using inside information

Acquisition or disposal of insider securities is only prohibited if inside information is used in doing so. 'Using' inside information refers to the actions of an insider, who is aware of such information and employs it for the purposes of his actions.«

I tysk ret skal den interne viden således have haft indflydelse på insiderens beslutning om at handle for, at der vil være tale om benyttelse.

Det følger ligeledes af EU-Domstolens afgørelse i sag C-45/08, Spector Photo Group NV, at benyttelse af den interne viden er et selvstændigt element i gerningsindholdet, og at det er tilstrækkeligt, at den interne viden har haft indflydelse på beslutningen om at handle. Det fremgår af dommens præmis 46, at der må sondres mellem tilfælde, hvor benyttelsen er skadelig, og hvornår det ikke er tilfældet. I præmis 52 anføres det som det afgørende karakteristika, at insideren drager uberettiget økonomiske fordele af den interne viden til skade for tredjemand, som ikke er i besiddelse af denne viden. Insiderhandel opstår således, når insideren prøver at realisere den fordel, som den interne viden udgør. Efter EU-Domstolens afgørelse og den deri fastsatte formodningsregel vil handel i besiddelse af intern **viden indebære, at** den interne viden er benyttet, men formodningen kan afkræftes ved at påvise, at benyttelsen ikke har skadet den uinformerede part i handlen og dermed skadet markedets integritet eller investorernes tillid til markedet.

Kravet i markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, om, at den interne viden skal være benyttet, forstås herefter af udvalget som et krav om, at den interne viden har været af betydning for personens beslutning om at handle, idet den fordel, som den pågældende information repræsenterer, forsøges realiseret gennem handlen. I tilknytning hertil bemærkes, at Højesterets dom i Midtbank-sagen må forstås sådan, at besiddelse af intern viden indebærer, at der er en formodning om benyttelse af den interne viden, men at denne formodning konkret kan afkræftes.

8.5. Fuldbyrkelse

Forbuddet mod insiderhandel forudsætter, at der gennemføres en handel eller en tilskyndelse til handel, hvor kravene om besiddelse af intern viden og benyttelsen af denne interne viden, er opfyldt.

Handel kan ikke kun opfattes som køb eller salg, men må også omfatte lignende transaktioner mellem insideren og mindst én anden markedsdeltager, hvor den fordel, som den interne viden udgør, søges realiseret til insiderens eller andres fordel. Tegning eller bytte af værdipapirer kan således også omfattes.

Hvor forbuddet mod insiderhandel angår handel, må en overtrædelse af forbuddet anses for fuldbyrdet, når handlen gennemføres. Ved handel med værdipapirer foreligger der normalt et tidsrum mellem handlens indgåelse og dens afvikling, der spænder over tre dage. Fuldbyrdsen må foreligge ved handlens indgåelse, dvs. opnåelse af bindende aftale, hvorimod den efterfølgende afvikling af handlen er et efterfølgende forhold. En bindende aftale foreligger, når insideren enten accepterer et tilbud, eller et af insideren fremsat tilbud accepteres af en anden.

Der kan straffes for forsøg, når det efter en sædvanlig bevisvurdering efter strafferetten kan lægges til grund, at insideren vidste eller burde vide, at han ville gennemføre en handel, jf. straffelovens § 21. Et sådant bevis vil normalt angå, at insideren har foretaget en handling, der er egnet til at resultere i en handel, f.eks. afgivet et tilbud eller afsendt en accept af et tilbud. Så længe insiderens tilbud ikke er accepteret, eller insiderens accept ikke er kommet til modtagerens kundskab, kan insideren søge at træde tilbage fra sit forsøg ved at tilbagekalde tilbuddet eller accepten. Hvorvidt en sådan tilbagetræden er straffri, må afgøres efter sædvanlige strafferetlige principper efter straffelovens § 22.

Iværksættelseshandlingen, f.eks. afgivelsen af et tilbud eller afsendelse af en accept, skal være foretaget på et tidspunkt, hvor insideren besad intern viden, da handlen må angå insiderens forsøg på at realisere den fordel, som den interne viden udgør. Hvis iværksættelseshandlingen foretages på et tidspunkt, hvor insideren ikke er i besiddelse af intern viden, men en sådan relevant efterfølgende intern viden opstår efter den sidste på insideren beroende iværksættelseshandling, foreligger der ikke insiderhandel.

En person, der indlægger et tilbud om at købe en aktie, og efterfølgende kommer i besiddelse af positiv intern viden om en forestående kursstigning, har normalt ingen pligt til at trække tilbuddet tilbage, selv om det endnu ikke er accepteret. Afgivelsen af tilbuddet kan ikke anses som en benyttelse af den interne viden, som først efterfølgende kom i den pågældendes besiddelse, og den blotte besiddelse af intern viden på handelstidspunktet er ikke tilstrækkeligt til at overtræde forbuddet mod insiderhandel. Som nærmere beskrevet i afsnit 9.7.3. om tilbagekaldelse kan der dog tænkes omgængelsessituationer, som af domstolene vil kunne blive betragtet som insiderhandel eller forsøg herpå.

Anderledes stiller det sig, såfremt to parter forhandler om et aktiesalg. Hvis køberen bliver bekendt med positiv intern viden, f.eks. under en due diligence, og han må forstå, at denne viden ikke er sælgeren (aktionæren) bekendt, må køberen (i) informere sælgeren herom, hvor dette er muligt efter § 36 i lov om værdipapirhandel m.v. om videregivelse af intern viden, (ii) afstå fra at handle, eller (iii) lade den interne viden afspejle i prisen. I forhold til (i) og (ii) gælder dette, uanset om parterne har drøftet en pris og ikke siden ændrer denne. Årsagen er, at i en forhandlingssituation må den endelige iværksættelseshandling anses for at være indgåelsen af den endelige aftale, og køberen er således forpligtet til at tage højde for den interne viden, som han måtte være kommet i besiddelse af indtil da. I forhold til (iii) kan en afspejling i prisen indebære, at den interne viden ikke er benyttet, idet køber ikke forsøger at realisere værdien af informationsfordelen. Denne vurdering kan efterprøves af domstolene.

Det bemærkes afslutningsvist, at målselskabets bestyrelse, ifølge bekendtgørelse om overtagelsestilbud, skal udarbejde en redegørelse, som indeholder bestyrelsens holdning til tilbuddet og begrundelsen herfor. Såfremt bestyrelsen finder, at tilbuddet er for lavt på grund af intern viden, skal bestyrelsen således redegøre herfor. Bestyrelsens pligt til at udarbejde denne redegørelse indebærer dog ikke en forpligtelse til at offentliggøre intern viden efter værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1, i de tilfælde, hvor det er muligt at udsætte offentliggørelsen efter lovens § 27, stk. 6.

Kapitel 9 – Udstrækningen af forbuddet. En beskrivelse af relevante praktiske situationer

9.1. Indledning

Som nævnt i kapitel 8 antages det, at retsstillingen efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet er, at besiddelse og benyttelse af intern viden indebærer en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel.

I det følgende præsenteres nogle praktiske eksempler for at illustrere de generelle hensyn og betingelser for forbuddets anvendelse. Det er vigtigt at understrege, at der ikke er tale om en udtømmende beskrivelse af praktiske tilfælde, men udvalget har forsøgt at gennemgå de mest almindeligt forekommende situationer, hvor der kan opstå tvivl om, hvorvidt en intern viden er benyttet på en sådan måde, at forbuddet mod insiderhandel er overtrådt. Den endelige vurdering af, om et forhold udgør insiderhandel, henhører under domstolene og må foretages konkret sag for sag. Men udvalget skønner, at de anførte eksempler kan medvirke til at illustrere forbuddets rækkevidde og dermed give markedsdeltagerne en bedre forståelse for, hvad der udgør lovlig, respektive ulovlig, adfærd.

9.2. Undladelse af at gennemføre en handel

Forbuddet mod insiderhandel angår besiddelse og benyttelse af intern viden, når der foretages enten køb, salg eller tilskyndelse. Som nævnt i afsnit 8.5. omfatter køb og salg også andre transaktioner, f.eks. tegning, bytte og benyttelse af derivater. Det er imidlertid et fælles træk, at der skal foreligge en transaktion (handel).

Den, der således havde besluttet sig for at handle, men efterfølgende bliver opmærksom på intern viden og af den grund ombestemmer sig og undlader at handle, har således ikke overtrådt forbuddet mod insiderhandel, selv om den interne viden havde betydning for beslutningen om ikke at handle.

Dette gælder også, hvor beslutningen om at handle er iværksat, f.eks. ved afgivelse af en ordre, og ordren efterfølgende tilbagekaldes. Om tilbagekaldelse se afsnit 9.7.3.

9.3. Handel mod den interne viden

Udvalget har vurderet situationen, hvor en person, der er i besiddelse af intern viden, handler *imod* den interne viden – altså foretager en handel, der går imod den kursudvikling, som den interne viden tilsiger. Eksempelvis at man sælger på trods af besiddelse af ikke offentliggjorte oplysninger om, at virksomheden snarest vil fremlægge overraskende positive resultater.

Udvalget finder, at der konkret ikke vil være tale om benyttelse af intern viden, hvis der handles imod en entydig intern viden. Forholdet vil i disse tilfælde falde uden for forbuddet, fordi der ikke foreligger benyttelse i forbuddets forstand, da man ikke søger at realisere den fordel, som den

interne viden udgør. Det kan f.eks. være tilfældet, hvis bevæggrunden for at handle er et øjeblikkeligt behov for likviditet.

Forsøges kursdannelsen på et eller flere værdipapirer derimod forstyrret ved at handle mod den interne viden kan dette efter en konkret vurdering af samtlige foreliggende omstændigheder udgøre kursmanipulation og derved være en overtrædelse af § 39 i lov om værdipapirhandel m.v.

9.4. Informationsparitet

Udvalget har vurderet situationen, hvor to parter, der deler den samme interne viden, gennemfører en handel.

Informationsparitet foreligger, hvor en sælger og en køber er i besiddelse af den samme viden af betydning for handlen. Hvis handlen angår et værdipapir, og den fælles viden kan kvalificeres som intern viden, opstår spørgsmålet, om den interne viden er blevet benyttet i forbuddets forstand.

Informationsparitet forekommer sjældent ved børshandel. Det skyldes, at man normalt ikke kender sin modpart ved handler gennemført over børsen, og man ved derfor heller ikke, om modparten har samme viden som en selv.⁶¹ Da overtrædelse af forbuddet fuldbyrdes ved indgåelsen af handlen, må kendskab til informationspariteten foreligge på dette tidspunkt, hvilket næppe kan tænkes ved almindelig handel foretaget over de regulerede markeder. Når informationsparitet forekommer, er det derfor normalt ved handel uden for de regulerede markeders handelssystemer, såkaldte direkte transaktioner eller handler, hvor man forhandler ansigt til ansigt.⁶²

Markedsmisbrugsdirektivet tager ikke stilling til, om informationsparitet er omfattet af forbuddet mod insiderhandel.⁶³ EU-Domstolens afgørelse i Georgakis-sagen synes at løse problemstillingen vedrørende informationsparitet, jf. afsnit 5.6.3. Efter EU-Domstolens afgørelse i Georgakis-sagen må informationsparitetstilfælde som udgangspunkt anses for at falde uden for forbuddet mod insiderhandel, idet aftalens parter er stillet lige med hensyn til den viden, der ligger til grund for handlen.

Det er vigtigt at bemærke, at informationsparitet skal foreligge mellem de parter, der berøres af handlen. Hvis f.eks. ledelsen af et offentligt handlet selskab foretager en rettet emission, der nok er prissat over markedskursen, men alligevel er prissat lavere end indikeret af den positive interne viden, som ledelsen besidder, vil der kunne foreligge insiderhandel, selv om tegneren af den rettede emission også besidder den positive interne viden. Det skyldes, at den formelle informationsparitet mellem ledelsen, der handler på vegne af selskabet, og tegneren, ikke er reel. Den rettede emission, som foretages til en pris, der ikke afspejler selskabets reelle værdi, vil således være til skade for selskabets aktionærer, der ikke besidder den interne viden. Foruden at udgøre en mulig overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, vil en rettet emission til en for »lav kurs« kunne stride mod ledelsens pligt til at iagttage den selskabsretlige ligeretsgrundsætning og loyalitetspligt.

⁶¹ Se afsnit 4.2. om børsen som et anonymt aftalerum.

⁶² Afhængigt af børsens indretning kan det være, at den direkte transaktion efterfølgende udføres over børsens handelssystem mellem de to parter eller indberettes til børsen. Dette ændrer ikke på, at transaktionen er forhandlet direkte ansigt til ansigt.

⁶³ Markedsmisbrugsdirektivets forbud behandles i kapitel 8.

Er der derimod tale om en situation, hvor to medlemmer af ledelsen i et offentligt handlet selskab indbyrdes handler selskabets aktier på et tidspunkt, hvor parterne har den samme viden om forhandlinger om en mulig overtagelse af selskabet, vil der som udgangspunkt ikke foreligge insiderhandel, da parterne har samme viden, og derved ikke har benyttet denne viden ved beslutningen om at handle. Forholdet kan dog efter en konkret vurdering af samtlige foreliggende omstændigheder i sagen udgøre kursmanipulation og derved være en overtrædelse af § 39 i lov om værdipapirhandel m.v.

Det skal bemærkes, at det kun er i forholdet mellem de informationsparitære parter, at der ikke foreligger insiderhandel. Hvis en af disse parter gennemfører handler med andre uinformerede parter, kan der foreligge insiderhandel.

Endvidere skal det bemærkes, at etableringen af informationsparitet ofte forudsætter en videregivelse af intern viden. Det er en selvstændig vurdering, om en sådan videregivelse er lovlig efter videregivelsesforbuddet i § 36 i lov om værdipapirhandel m.v.

I tilfælde, hvor der er tale om informationsparitet, vil en meddelelse til markedet uden oplysninger om handlens atypiske karakter efter omstændighederne kunne udgøre kursmanipulation.

Det skal i denne sammenhæng bemærkes, at Kommissionens forordning nr. 1287/2006 af 10. august 2006⁶⁴ i artikel 27 fastsætter krav om gennemsigtighed efter handlen. Det fremgår bl.a. af denne forordning, at der i relation til visse transaktioner i aktier, der er optaget til handel på regulerede markeder, skal ske offentliggørelse, hvor udvekslingen af aktier bestemmes af andre faktorer end den gældende markedsvurdering af aktien, hvis det er relevant.

9.5. Tvangsmæssigt salg

Udvalget har drøftet, om tvangsmæssig afhændelse kan konstituere en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. En tvangsmæssig afhændelse kan komme på tale, eksempelvis på grund af et påbud herom fra en myndighed eller en depotbank, fordi investeringsgrænser eller andre grænser for påtagelse af risici er overskredet.

I sådanne tilfælde vil sælgeren ofte være i en situation, hvor spillerummet og den deraf følgende indflydelse på handlens vilkår, herunder salgstidspunktet, er meget begrænset, medmindre påbuddet i sig selv indeholder valgmuligheder for sælgeren – eksempelvis et længere tidsrum inden for hvilket, der skal sælges, eller at risiciene kan nedbringes på anden vis. I tilfælde af et større spillerum for sælgeren vil »timing« af afhændelsen skulle tages i betragtning ved vurderingen af, om insideren har været tvunget til at disponere som gjort.

Der kan også være tale om en konkurssituation, hvor kurator skal afhænde boets beholdning af værdipapirer inden for et vist tidsrum for at skaffe likviditet i aktivmassen.

⁶⁴ Kommissionens forordning nr. 1287/2006 af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår transaktioner, markedsgennemsigtighed, optagelse af finansielle instrumenter til handel samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

Der kan ikke udledes en generel regel om, hvorvidt tvangsmæssig afståelse kan være en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. Det må afgøres efter en konkret vurdering, hvor spørgsmålet om, hvor meget indflydelse sælgeren havde på eksempelvis fastsættelse af salgstidspunktet, vil indgå som et moment. Jo mindre indflydelse sælgeren har haft, jo mere taler for, at det ikke er omfattet af forbuddet, da den interne viden jo således ikke er benyttet.

9.6. Fusioner, spaltninger og overtagelsestilbud

Ved gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet⁶⁵ indsatte man en ny bestemmelse i § 35, stk. 2, nr. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. med følgende ordlyd:

»Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på

1) køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelsen af købstilbuddet, [...]«

Af bemærkningerne til lovforslaget⁶⁶ fremgår det, at bestemmelsen i nr. 1 var tænkt som en gennemførelse af direktivets 29. indledende betragtning:

»29) Adgang til intern viden om et andet selskab og brug af denne viden i forbindelse med et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over dette selskab eller at foreslå en fusion med dette selskab bør ikke i sig selv betragtes som insiderhandel.«

Som det fremgår af den indledende betragtning, angår begrænsningen i forbuddets anvendelsesområde tillige fusion og ikke kun overtagelse.

Af bemærkningerne til bestemmelsen fremgår det, at

»Den foreslåede bestemmelse vedrører brug af intern viden om et andet selskab i forbindelse med fremsættelse af et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over eller at foreslå en fusion med det andet selskab.«

Det ses således, at fusion er tiltænkt undtaget på linje med overtagelse. Der findes ingen bemærkninger i lovforslaget, der indikerer, at andet skulle være tilfældet.

Det er derfor udvalgets vurdering, at § 35, stk. 2, nr. 1, i lov om værdipapirhandel tillige omfatter fusion.

Ved at læse lovforslagets bemærkninger får man det indtryk, at indførelsen af bestemmelsen var nødvendig for at lovliggøre fremsættelsen af overtagelsestilbud i situationer, hvor tilbudsgiver forinden er kommet i besiddelse af intern viden, f.eks. som led i en due diligence, dvs. en indgående undersøgelse af målselskabets forhold foretaget efter samtykke fra selskabet og i fortrolighed.

⁶⁵ Lovforslag L 13 af 6. oktober 2004 fremsat af økonomi- og erhvervsministeren.

⁶⁶ Lovforslag L 13 af 6. oktober 2004 fremsat af økonomi- og erhvervsministeren.

Betragtningen er isoleret set rigtig, da offentliggørelse fra udstederen med sikkerhed deaktiverer forbuddet mod insiderhandel, men det udelukker ikke, at man også på anden måde kunne fremsætte et overtagelsestilbud, uanset at intern viden opnået ved due diligence ikke var offentliggjort.

I praksis benytter tilbudsgiver ofte en intern viden, der normalt er aktionærerne ubekendt, til at fastlægge et tilbud til aktionærerne. Afspejles den interne viden i det overtagelsestilbud, som fremsættes, dvs. tilbudskursen tager hensyn til den viden, som tilbudsgiver har om målselskabet, herunder eventuel intern viden, betyder det, at den interne viden ikke benyttes og forholdet således ikke falder inden for forbuddet mod insiderhandel.⁶⁷ Det skal dog bemærkes, at der altid foreligger en risiko for tilbudsgiver ved at handle på et tidspunkt, hvor denne er i besiddelse af intern viden. Hvorvidt der foreligger ulovlig benyttelse af den interne viden, eller om denne er tilstrækkeligt afspejlet i tilbudskursen, må i sidste ende bero på en konkret domstolsprøvelse.

Det skal bemærkes, at fastsættelsen af tilbudskursen i praksis sker ud fra komplekse overvejelser, der normalt inddrager såvel tilbudsgivers som målselskabets forhold samt taktiske overvejelser, f.eks. om der forventes en budkrig på målselskabet. Det vil således ikke være sådan, at tilbudskursen alene fastsættes på baggrund af den offentligt tilgængelige viden om målselskabet tillagt/fratrullet betydningen af tilbudsgivers interne viden. Herudover inddrages bl.a. forhold såsom mulige synergieffekter mellem tilbudsgiver og målselskabet samt tilbudsgivers særlige planer/forventninger til den fremtidige drift. Disse forhold er i vidt omfang subjektive og kan derfor vurderes forskelligt af forskellige tilbudsgivere og af målselskabet selv. For ikke at lægge unødige hindringer bl.a. i form af transaktionsusikkerhed på dette marked for »corporate control«, er det derfor væsentligt, at tilbudsgivers forretningsmæssigt begrundede og skønsmæssige fastlæggelse af tilbudskursen bør respekteres, medmindre det konkret kan påvises, at tilbudsgiver har benyttet den interne viden på en retsstridig måde til skade for målselskabets aktionærer.

Markedsmisbrugsdirektivets 29. indledende betragtning hviler på samme opfattelse, idet betragtningen anfører, at fremsættelse af overtagelsestilbud eller forslag om fusion »ikke i sig selv« udgør insiderhandel, uanset besiddelse af intern viden. Hermed menes, at hvor overtagelsestilbuddet eller fusionen gennemføres med skyldig hensyntagen til eventuel intern viden opnået i fortrolighed under forberedelsen af disse tiltag, vil det betyde, at den interne viden ikke benyttes, og forholdet således ikke falder ind under forbuddet mod insiderhandel.

Af lovforslagets bemærkninger til §§ 31 og 32 i lov om værdipapirhandel m.v. fremgår det:

»Investorernes interesser varetages i en sådan situation på anden vis end ved offentliggørelse af den interne viden. Ved fremsættelse af et offentligt købstilbud varetages interesserne for aktionærerne i målselskabet bl.a. ved reglerne i lovens §§ 31-32 om tilbudspligt og udarbejdelse og offentliggørelse af et tilbudsdokument. Risikoen for, at aktionærernes interesser skades, fordi de ikke har adgang til den interne viden, som tilbudsgiver måtte være kommet i besiddelse af ved en forudgående due diligence, er derfor ringe. **Indholdet af den interne viden må antages at blive taget i betragtning af tilbudsgiver ved fastsættelsen af den pris, som aktionærerne tilbydes.** Derudover følger det af bekendtgørelse nr. 827 af 10. november 1999 om tilbudspligt, om frivillige

⁶⁷ Europa-Parlamentet begrundede således sit forslag om at indsætte 29. betragtning på følgende måde: »Det skal være muligt for en tilbudsgiver at forelægge og gennemføre et overtagelsestilbud, når vedkommende råder over intern viden om målselskabet, forudsat at dette selskabs aktionærer ikke påføres skade i mangel af denne viden (hvis f.eks. det afspejles i den tilbudte pris, eller hvis det tilbudsmodtagende selskabs bestyrelse også råder over denne viden og ikke vil tage hensyn hertil, når den fastlægger sin anbefaling til aktionærerne),» jf. Goebbels-rapporten s. 60.

overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser, at bestyrelsen i målselskabet er forpligtet til at udarbejde en redegørelse til selskabets aktionærer om fordele og ulemper ved tilbuddet, herunder set i forhold til selskabets forventede udvikling.«

Det fremgår af bemærkningerne, at beskyttelsen af investorerne mod benyttelse af den interne viden, som tilbudsgiveren måtte have fået adgang til via due diligence, er dels en antagelse om, at den interne viden er »taget i betragtning af tilbudsgiver« ved fastsættelsen af prisen, dels at målselskabets ledelse er forpligtet til at varetage interesserne for målselskabets aktionærer i sin redegørelse om det fremsatte tilbud og derfor skal advare, hvis tilbudsprisen står i misforhold til de oplysninger, som ledelsen er bekendt med om målselskabet.

Fortolkningen af § 35, stk. 2, nr. 1, må ske i overensstemmelse med dets baggrund i EU-retten. Heraf følger som allerede nævnt, at fusion må indfortolkes i bestemmelsen i lighed med overtagelsestilbud, men også at der alligevel kan være tale om en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, såfremt forudsætningen om skyldig hensyntagen til målselskabets aktionærer ikke overholdes. Dette gælder navnlig tilbudsgivere, der laver hemmelige aftaler med målselskabets ledelse, der eventuelt muliggør en overtagelse af selskabet til en pris, der er lavere end selskabets reelle værdi. Men det gælder generelt, såfremt tilbudsgiver ikke har taget det fornødne hensyn til målselskabets aktionærer, men har søgt at benytte den interne viden til egen fordel.

Udvalget har drøftet, om medlemmer af målselskabets ledelse kan acceptere et fremsat købstilbud i forhold til personligt ejede aktier, uanset om de er i besiddelse af intern viden, som tilbudsgiver ikke er i besiddelse af. Det er udvalgets vurdering, at under forudsætning af, at bestyrelsens redegørelse til aktionærerne om købstilbuddet – der er udarbejdet på baggrund af bestyrelsens samlede viden inklusiv den interne viden – er korrekt og fyldestgørende, vil en accept af købstilbuddet, der meddeles på baggrund af den viden, der ligger til grund for bestyrelsens redegørelse, som udgangspunkt ikke udgøre en benyttelse af intern viden i forbuddets forstand. Denne vurdering forudsætter som nævnt, at den interne viden er inddraget og afspejlet i bestyrelsens redegørelse, der offentliggøres til markedet, hvorfor den ikke kan anses for benyttet ved accepten. I den sammenhæng tillægger udvalget det vægt, at tilbudsgiver normalt vil forvente, at selskabet og dermed ledelsen er i besiddelse af intern viden, og at tilbudsgiver desuagtet en sådan viden vil være interesseret i også at erhverve de aktier i målselskabet, som ledelsen måtte være i besiddelse af.

Ovenstående betyder omvendt, at såfremt de pågældende ledelsesmedlemmer er kommet i besiddelse af en ny negativ intern viden, der tilsiger, at kursen på aktierne burde være lavere end tilbudskursen, og som derved ikke er afspejlet i bestyrelsens redegørelse om købstilbuddet, vil de pågældendes accept af købstilbuddet kunne udgøre benyttelse af intern viden. For at undgå dette, bør ledelsen orientere om den nye udvikling.

Udvalget har endvidere drøftet, om tilbudsgiver i tilbudsperioden frit kan købe målselskabets aktier i markedet uagtet tilbudsgivers eventuelle besiddelse af intern viden. Udvalget skal indledningsvis bemærke, at tilbudsgiver i perioden op til fremsættelsen af købstilbuddet kan være afskåret fra at handle målselskabets aktier, såfremt tilbudsgiver er kommet i besiddelse af intern viden i forbindelse med f.eks. en due diligence, da det kan skabe en formodning for, at den interne viden er benyttet ved handlen. Er det derimod lovligt at fremsætte et købstilbud, som afspejler den interne viden, vil det også være lovligt at modtage accepter fra aktionærer omfattet af købstilbuddet til den samme kurs som fastsat i tilbudsdokumentet.

9.7. Andres råden over porteføljen og andre elementer, der tilsiger, at der ikke foreligger benyttelse

Udvalget har vurderet, om det er muligt at indfortolke en undtagelse til forbuddet for fysiske personer, der modsvarer den såkaldte »safe harbour« for offentligt handlede selskaber i § 35, stk. 5, i lov om værdipapirhandel m.v. Noget sådan kunne være særlig relevant for ledende medarbejdere i et offentligt handlet selskab, men også for øvrige medarbejdere, der f.eks. deltager i projektarbejde, som kan indebære intern viden. Sådanne ledende medarbejdere vil ofte eje aktier i selskabet, f.eks. som følge af incitamentsprogrammer, og da de regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, er der et praktisk behov for at etablere retningslinjer for, hvordan de skal kunne handle aktier uden at overtræde forbuddet mod insiderhandel, enten ved udnyttelse af optioner eller køb i øvrigt, eller ved afhændelse af aktierne. Tilsvarende kunne rådgivere for selskabet tænkes at have interesse i at bringe deres eventuelle handel med selskabets værdipapirer uden for forbuddet.

Begrebet »safe harbour« dækker over, at der foreskrives en undtagelse fra et forbud, såfremt en bestemt adfærd udvises. I modsætning til en egentlig undtagelse, der direkte begrænser udstrækningen af et forbud, kan en »safe harbour« opfattes som en anvendelse af forbuddet, hvor der autoritativt anvises en adfærd, der ikke er i strid med forbuddet. Fordelen ved en »safe harbour« er, at den dermed anviser en adfærd, der, hvis den følges, bringer forholdet uden for forbuddets rækkevidde. En sådan »safe harbour« foreligger i markedsmisbrugsdirektivets artikel 8. Denne bestemmelse undtager juridiske personers tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af kursen på et værdipapir, såfremt en given adfærd iagttages. Selve detaljerne i undtagelsen er fastsat i en gennemførelsesforordning til direktivet.⁶⁸

Ideen med en »safe harbour«-ordning er således at bibringe juridiske personer en sikkerhed for, at deres adfærd er uden for forbuddet mod insiderhandel, såfremt en række nærmere fastsatte betingelser opfyldes.

Der eksisterer ikke efter EU-retten og heller ikke efter danske regler i dag en sådan »safe harbour«-ordning for fysiske personer, og det er udvalgets opfattelse, at en sådan ordning ikke vil være mulig at etablere i dansk ret alene. Et sådant lovgivningsinitiativ må i stedet ske på EU-niveau. Herved vil den tilsigtede retsenhed på området for markedsmisbrug også blive fastholdt.

I stedet har udvalget drøftet betydningen af de betingelser, der normalt ville knytte sig til en sådan »safe harbour«-ordning. Formålet med disse betingelser er at præcisere de forhold, hvorunder der ikke kan tænkes at ske benyttelse af en eventuel intern viden. De ganske strenge betingelser i Kommissionens forordning opfylder denne funktion og beskriver således nogle tilfælde, hvor en eventuel intern viden ikke benyttes ved gennemførelsen af et tilbagekøbsprogram. Udvalget har overvejet, om man kan udpege tilsvarende forhold, hvorunder det normalt må antages, at en eventuel intern viden ikke kan anses for benyttet, og hvor forholdet af den grund ikke kan anses for insiderhandel. Kan sådanne forhold identificeres, kan dette tjene til at vejlede personer, der regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Det må imidlertid indskræpes, at den endelige vurdering af, om forbuddet mod insiderhandel er overtrådt, tilkommer domstolene og vil ske på baggrund af en konkret vurdering fra sag til sag. De her anførte forhold er således alene vejledende

⁶⁸ Kommissionens forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter (EU-Tidende 2003 nr. L 336, s. 33).

og ikke bestemmende for domstolenes vurdering af de enkelte sager, lige som domstolene må forventes at reagere imod adfærd, der synes at ville omgå lovens forbud ved kun i formen at følge de her fremhævede forhold.

Udvalget vil efter inspiration fra Kommissionens forordning om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering fremhæve to forhold: Enten skal andre have den fulde råderet over værdipapirerne, sådan at ejeren ikke selv disponerer, eller handlerne/investeringerne skal følge en på forhånd fastlagt bindende investeringsplan. Disse forhold drøftes umiddelbart nedenfor.

9.7.1. Når rådigheden over porteføljen er overgivet til andre

Der vil normalt forekomme tilfælde, hvor ledende medarbejdere i et selskab kommer i besiddelse af intern viden om det selskab, hvori de er ansat. Tilsvarende kan gøre sig gældende for de øvrige medarbejdere.

Besiddelsen af intern viden kan hindre disse personer i at købe og sælge selskabets værdipapirer, selv hvor det i øvrigt forekommer ønskeligt at tillade handel. Dette kan reducere brugbarheden af medarbejderaktier og lignende incitamentssystemer, som ellers antages at være hensigtsmæssig, f.eks. i debatten om selskabsstyring (corporate governance).

I forbindelse med ordninger med medarbejderaktier kan det være både rimeligt og nødvendigt, at medarbejdere risikofrit bør kunne handle, uanset at de måtte komme i besiddelse af intern viden, forudsat at visse betingelser er opfyldt.

I dag foregår denne handel typisk i »åben vindue«-perioden efter hver offentliggjort delårsrapport eller årsregnskabsmeddelelse, jf. NASDAQ OMX Copenhagen A/S' Regler for udstedere af aktier.⁶⁹ NASDAQ OMX Copenhagen A/S' regler udgør ikke undtagelser til forbuddet mod insiderhandel, men er alene praktiske anbefalinger om, hvordan man undgår risiko for insiderhandel. Ikke blot vil mange medarbejdere løbende komme i besiddelse af intern viden, det vil ofte også være svært for mange medarbejdere at afgøre, om deres fortrolige viden om selskabets forhold udgør intern viden. Denne usikkerhed kan medføre, at de ikke tør benytte sig af de åbne vinduer.

Udvalget har overvejet betydningen af, at denne personkreds lægger deres handel i de omfattede værdipapirer ud i armslængde til en uafhængig aktør, hvorved værdipapirerne løbende kan handles på trods af personernes regelmæssige besiddelse af intern viden.

En fremgangsmåde kunne være, at handlen overlades til en værdipapirhandler. Værdipapirhandleren handler på vegne af den omfattede person i henhold til en instruks, der afgives af personen, inden den pågældende kommer i besiddelse af intern viden, der kan få betydning for instruksens udførelse.⁷⁰

⁶⁹ NASDAQ OMX Copenhagen A/S' Regler for udstedere af aktier af 30. december 2009. Det fremgår af afsnit 4.2., at NASDAQ OMX Copenhagen A/S anbefaler, at handelsvinduet fastsættes til maksimalt fire uger efter hver offentliggjort delårsrapport eller årsregnskabsmeddelelse.

⁷⁰ Det er ikke i sig selv udtryk for retsstridig benyttelse af intern viden, at den omfattede person besidder intern viden på tidspunktet for afgivelse af instruksen, hvis denne interne viden ikke har betydning for instruksens udførelse. Hvis en person f.eks. giver en instruks om, at hans aktier skal sælges om en måned, hvis markedskursen har nået et bestemt leje,

Det er en forudsætning, at værdipapirhandleren handler diskretionært, dvs. efter eget skøn, og at den omfattede person ingen indflydelse har på den enkelte handel. Hvis det er tilfældet, mener udvalget, at ejerens eventuelle interne viden ikke bliver benyttet i den enkelte handel, hvorfor det er uden for forbuddet. Dette er allerede antaget i administrativ praksis ved Finanstilsynets afgørelse af 12. juli 2004.⁷¹

Der kan argumenteres for, at værdipapirhandleren skal være fuldstændig uafhængig af den omfattede person, men også det modsatte hensyn kan anføres. F.eks. kan der i nogle finansielle virksomheder føres en mere effektiv kontrol, hvis alle aktiviteter foregår inden for én og samme juridiske person. Afgørende må derfor være, at den person, der afgiver instruks, ikke har benyttet den interne viden, f.eks. ved at udøve indflydelse på den enkelte handel eller på anden vis påvirker den handelsberettigede, hvorimod den handelsberettigedes status og tilknytning til andre er mindre afgørende.

Hvis instruks til værdipapirhandleren ændres, kan dette efter omstændighederne indikere, at der alligevel er tale om benyttelse af intern viden. Ved enhver ændring må det stilles som krav, at den omfattede person, som afgiver instruks, ikke er i besiddelse af intern viden, der søges benyttet i forbindelse med instruksens udførelse. Om tilbagekaldelse se afsnit 9.7.3.

Der kan således ikke udledes en generel regel, idet der i de enkelte sager skal foretages en konkret vurdering, hvor de ovenstående momenter skal indgå. Udvalget finder imidlertid anledning til at udtale, at jo mindre indflydelse ejeren af værdipapiret har på handlen, jo mindre er sandsynligheden for, at den interne viden kan anses for benyttet, hvilket taler imod, at forholdet skulle udgøre insiderhandel.

9.7.2. Investeringer som følger en på forhånd fastlagt plan

En anden fremgangsmåde kunne være, at handlen i værdipapiret følger en investeringsplan, der er affattet, inden den omfattede person kommer i besiddelse af intern viden, som kan få betydning for planens udførelse, eller uafhængigt heraf.⁷²

At følge en på forhånd fastlagt plan kan tale for, at forholdet ikke udgør insiderhandel, idet der i disse tilfælde ikke vil være tale om benyttelse. Der er imidlertid tale om en vanskelig bevismæssig bedømmelse. Der kan ikke på forhånd opstilles betingelser, som skal opfyldes, for, at en plan kan anses som tilstrækkelig fastlagt til, at den interne viden ikke er benyttet. Det må afgøres konkret efter en fri bevisbedømmelse. Der er en række usikkerhedsmomenter knyttet til anvendelsen af planer, så som hvordan eksistensen af en plan kan godtgøres, og hvordan afvigelser i adfærden hos den handlende påvirker den retlige vurdering af planen. Derudover vil der kunne opstå bevismæssige problemer med hensyn til, hvornår en intern viden rent faktisk er opstået samt, om planen i virkeligheden er tilrettelagt uafhængigt af intern viden.

har det ikke betydning, at vedkommende måtte have positiv intern viden om en forestående kursstigning, hvis denne interne viden må forventes at blive offentliggjort om en uge.

⁷¹ Se afsnit 6.3.3. om Finanstilsynets administrative praksis på området.

⁷² Det har ingen betydning i sig selv, om den omfattede person besidder intern viden ved udarbejdelsen af planen, såfremt denne interne viden må forventes offentliggjort inden planens gennemførelse og dermed ikke har betydning herfor.

Det kan således ikke udledes en generel regel om, hvilken betydning eksistensen af investeringsplaner har for afgørelsen af, om der foreligger benyttelse af den interne viden. Igen er der således tale om en flerhed af momenter, som skal indgå i den konkrete vurdering af et aktuelt forhold. Men desto mere klart det er, at planen er fastlagt forud for det tidspunkt, hvor insideren kom i besiddelse af den relevante interne viden, desto mindre vil risikoen være for, at den interne viden anses for benyttet ved en handel foretaget efter planen.⁷³

9.7.3. Tilbagekaldelse

Det karakteristiske for de to forhold, der er nævnt i afsnit 9.7.1. og 9.7.2. er, at instruks til tredjemand om at handle diskretionært på egne vegne eller fastlæggelsen af en plan for udførelse af handler, må foretages, før den pågældende kommer i besiddelse af den relevante interne viden, dvs. den interne viden som forelå på tidspunktet for den handel, som skal vurderes efter forbuddet mod insiderhandel. Alternativt skal instruks være afgivet uafhængigt af den interne viden.⁷⁴ Hvis en ny instruks gives, eller planen ændres, vil den pågældendes besiddelse af intern viden på dette tidspunkt være relevant at inddrage.

Et særligt problem udgøres, hvor en instruks eller en planlagt handel trækkes tilbage.

Som udgangspunkt foreligger der ikke insiderhandel, hvis der ikke foreligger en handel. En tilbagekaldelse af en instruks eller en plan, som ville have ført til en handel, sådan at handlen alligevel ikke gennemføres, udgør ikke insiderhandel, jf. afsnit 9.2. ovenfor.

Imidlertid kan man forestille sig, at der spekuleres i dette forhold for ad den vej at omgå forbuddet mod insiderhandel. Man kan f.eks. forestille sig en person A, der skal mødes med bestyrelsesformanden for et offentligt handlet selskab om et vigtigt emne, der vil omfatte intern viden. A ved ikke, om den interne viden er positiv eller negativ. Dette kunne friste A til at give instruks eller planlægge et køb af en større mængde aktier i selskabet dagen efter mødet med den bagtanke, at hvis den interne viden på mødet viser sig at være negativ, dvs. et prisfald må forventes, kan A tilbagekalde sin instruks eller sin plan, hvorimod instruks eller planen får lov at blive opfyldt, såfremt den interne viden viser sig at være positiv. As ræsonnement vil være, at en tilbagekaldelse er straffri, og en gennemførelse af en instruks eller plan, der er foretaget før den interne viden kom i besiddelse, ligeledes er straffri.

Efter udvalgets opfattelse må en sådan adfærd imidlertid kunne blive betragtet som insiderhandel af domstolene. Selv om udvalget er enig i, at tilbagekaldelse af en handel ikke i sig selv kan udgøre insiderhandel, og at gennemførelse af en forud fastlagt handel heller ikke udgør insiderhandel, vil kombinationen af disse to forhold udgøre en benyttelse af den interne viden i strid med forbuddet mod insiderhandel. Det skyldes, at A ved at sikre sig muligheden for at kunne tilbagekalde sin beslutning om at købe aktierne, f.eks. ved at tidsbestemme handlen til et tidspunkt efter mødet, hvor karakteren af den interne viden bliver afklaret, sådan at beslutningen kan tilbagekaldes, såfremt den

⁷³ I henhold til amerikansk børsret kan de såkaldte "Rule 10b5-1 Plans" anvendes med henblik på at tillade handel med værdipapirer i henhold til bestemte planer, der er fastlagt forud for handlen, selv om en person efterfølgende kommer i besiddelse af intern viden.

⁷⁴ Det bemærkes, at der ved besiddelse af intern viden efter omstændighederne vil være en formodning for benyttelse heraf.

er ugunstig, må siges at have benyttet den interne viden i sin beslutning om at købe. Købet vil jo kun blive gennemført, såfremt den interne viden viser sig at være positiv. Dermed har den interne viden været af betydning for beslutningen om at handle. Hvis det således kan bevises, at A gennemførte eller havde tænkt sig at gennemføre handlen, hvis og kun hvis den interne viden var af en given beskaffenhed, kan der dømmes for insiderhandel henholdsvis forsøg herpå, afhængig af om handlen konkret gennemføres.

Det må erkendes, at det kan være vanskeligt at afgøre, hvornår en instruks eller plan er udstedt med det særlige sigte, at den skal kunne trækkes tilbage, hvis en efterfølgende intern viden måtte vise sig ugunstig. Det vil afhænge af en sædvanlig bevisvurdering i strafferettens former. Men udvalget er af den opfattelse, at denne bevisvurdering i praksis sjældent vil være vanskelig. Hvis instruks eller planen er indgået i nær sammenhæng med oplysningen om, at intern viden snart ville fremkomme, og instruks eller planen tilmed er tilrettelagt sådan, at handlen først skal udføres, når karakteren af den interne viden er afklaret, taler det for et strafbart forhold.

9.8. Optioner og andre betingede rettigheder

For at overtræde forbuddet mod insiderhandel kræves det efter markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, at der besiddes intern viden, og at denne interne viden benyttes.

Hvis en aftale er indgået på et tidspunkt, men først skal opfyldes på et senere tidspunkt, kan det forekomme, at en af parterne kommer i besiddelse af intern viden i perioden mellem indgåelsen og opfyldelsen af aftalen, såkaldt *efterfølgende intern viden*. Det er klart, at en sådan efterfølgende intern viden ikke gør aftalen ulovlig, fordi den interne viden ikke forelå og dermed heller ikke kunne benyttes på det tidspunkt, hvor aftalen blev indgået og dens vilkår fastlagt. Markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 3, nævner direkte, at disse tilfælde falder uden for forbuddet:

»Artikel 2

3. Denne artikel finder ikke anvendelse på transaktioner, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, når denne forpligtelse er blevet bindende og er baseret på en aftale, der er indgået, før der er opnået intern viden.«

Bestemmelsen er gennemført direkte i dansk ret ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, der indsatte en ny § 35, stk. 2, nr. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. med følgende ordlyd:

»Bestemmelsen i stk. 1 finder ikke anvendelse på

...

2) køb og salg af værdipapirer, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse, forudsat at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet for handelens gennemførelse og at forpligtelsen er baseret på en aftale, der er indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.«

Direktivets eksempel angår umiddelbart det finansielle instrument, der benævnes en *future*. Det er en aftale, der indgås på et tidspunkt, og som skal opfyldes senere. Er aftale om en *future* indgået på et tidspunkt, hvor parterne ikke havde intern viden af relevans for opfyldelsestidspunktet, er det irrelevant i forhold til forbuddet mod insiderhandel, hvis der opstår efterfølgende intern viden hos

en af parterne. Aftalen er jo reelt indgået, uanset at den først skal opfyldes senere, og da den er indgået uden den relevante interne viden, kan denne viden heller ikke være benyttet.

Begrebet *option* bruges om aftaler, der indgås på et tidspunkt, men som først skal opfyldes på et senere tidspunkt (udnyttelsestidspunktet), og hvor kun den ene part (optionsgiver) er forpligtet til at opfylde aftalen, hvorimod den anden part (optionshaver) kan vælge, om vedkommende vil lade aftalen opfylde. På værdipapirmarkedet sondres mellem forskellige typer af optioner. En option, der giver optionshaver ret til at købe et værdipapir af optionsgiver, kaldes en call option, mens en option, der giver optionshaver en ret til at sælge et værdipapir til optionsgiver, kaldes en put option. Hvis en option kun kan udnyttes i en bestemt senere periode (udnyttelsesperiode, *strike period*), tales om en *europæisk option*, og hvis optionen kan udnyttes fra indgåelsen og frem, tales om en *amerikansk option*.

Optioner kan anvendes til at afdække risici og har i denne henseende karakter af forsikring, da optionshaver kan indgå på optionen for at imødegå en risiko, f.eks. et kursfald, som optionsgiver i stedet påtager sig mod at modtage en præmie i form af betaling for optionen. Som sådan sælges de ofte i standardiseret form, hvis de er meget efterspurgt, og de udgør et finansielt instrument af stor praktisk betydning for værdipapirmarkedets funktion.

Optioner kan også bruges til spekulation om fremtidige kursbevægelser, dvs. investeringen skyldes ikke så meget ønsket om at afdække en risiko, men at opnå en gevinst ved en forventet kursudvikling på markedet. En sådan spekulation kan også være nyttig for værdipapirmarkedets funktion, fordi den forøgede investering sikrer en mere korrekt kursudvikling og en bedre likviditet.

Det er karakteristisk for optionen, at selv om aftalens opfyldelse er valgfri for en af parterne, så er alle aftalens vilkår fastlagt ved indgåelsen af aftalen. Det vil således fremgå af optionen, hvornår den kan kræves opfyldt og på hvilke vilkår. Parterne er således bekendt med den risiko, som de påtager sig. Optionsgiver, der er forpligtet af aftalen, er f.eks. indforstået med, at optionshaver kun vil udnytte optionen, såfremt kursudviklingen er gunstig for vedkommende og dermed ugunstig for optionsgiver.

Hvorvidt en option udnyttes vil normalt afhænge af, om optionen giver en værdi til optionshaver, der har retten til at vælge, om optionen skal opfyldes. Hvis en call option f.eks. giver ret til at købe aktier til kurs 120, og markedskursen har nået kurs 130, har optionen en økonomisk værdi på 10 kurspoint. Man siger, at optionen er *in-the-money*. Hvis en option ikke er fordelagtig for optionshaver, f.eks. fordi markedskursen kun er 110, er optionen *out-of-the-money*, og optionshaver vil normalt ikke ønske at udnytte den, da vedkommende kan købe aktierne billigere i markedet end af optionsgiver, hvilket dog forudsætter, at værdipapiret er til at skaffe i fri handel. Tilsvarende gælder naturligvis put optioner.

En option er et eksempel på et såkaldt afledet finansielt instrument, også kaldet et derivat. Optionen afleder sin værdi af det underliggende værdipapir, som den vedrører. Det bør ikke overskygge, at optionen er et finansielt instrument i egen ret. Det er således ikke ualmindeligt, at optionshaver ikke ønsker optionen opfyldt i relation til det underliggende værdipapir, men blot ønsker den økonomiske fordel udbetalt af optionsgiver, såkaldt *differenceafregning*. Ved *differenceafregning* træder optionens karakter af forsikringsarrangement tydeligere frem.

Optioner hører til gruppen af betingede aftaler. På værdipapirmarkedet kendes også en anden type betinget aftale, nemlig tegningsrettigheder (warrants). Disse rettigheder giver ret, men ikke pligt, til at tegne aktier til en fastsat kurs. Man kan sige, at en warrant er en call option, der blot vedrører tegning af nye aktier og ikke køb af eksisterende. Hvis den aftalte kurs viser sig at være lavere end markedskursen på tegningstidspunktet, har tegningsretten i sig selv en værdi. I lighed med optioner er tegningsrettigheder nyttige instrumenter på værdipapirmarkedet, bl.a. fordi de kan frigøre midler til mindre aktionærer, der kan sælge deres tegningsrettigheder, hvis de ikke ønsker eller har midlerne til at deltage i en kapitaludvidelse.

Både optioner og tegningsrettigheder anvendes også til at belønne og motivere medarbejderne i offentligt handlede virksomheder, hvilket anbefales i debatten om god selskabsstyring (corporate governance). Sådanne medarbejderprogrammer betragtes også positivt i lovgivningen, bl.a. behandles de lempeligt i skattelovgivningen.

Ved et tillægskommissorium af 8. februar 2007 blev udvalget anmodet om at overveje, om incitamentsordninger og lignende kan benyttes på en uhensigtsmæssig måde. Udvalget noterer sig, at lovgiver med vedtagelsen af lov nr. 576 af 6. juni 2007 har indsat bestemmelser i lov om værdipapirhandel m.v. og i lov om aktieselskaber, der regulerer brugen af incitamentsordninger, herunder i forbindelse med overtagelsestilbud, og at en række væsentlige hensyn og mulige interessekonflikter dermed er undergivet en særskilt regulering i disse love. Udvalget finder, at det rejste spørgsmål i relation til forbuddet mod insiderhandel med fordel kan behandles sammen med spørgsmålet om brugen af optioner generelt.

Udvalget har således drøftet, hvordan forbuddet mod insiderhandel bør anvendes på optioner og andre betingede aftaler.

Kommissionen har i sit svar på en henvendelse fra udvalget fremhævet, at optioner kan udnyttes til insiderhandel og derfor ikke generelt er undtaget fra forbuddet. Udvalget kan tilslutte sig disse betragtninger. Det er ikke ukendt, at en person, der ønsker at begå insiderhandel, benytter optioner hertil, fordi insideren i så fald kan nøjes med at betale den mindre præmie for købet af optionen, og dermed minimere sin risiko for, at kursudviklingen alligevel ikke forløb som indikeret af den interne viden.

Mens der således ikke er tvivl om, at optioner og warrants kan benyttes til insiderhandel, hvor den interne viden havde betydning for insiderens erhvervelse af optionen, stiller sagen sig anderledes ved efterfølgende intern viden, der opstår efter erhvervelsen af optionen.

Her er det udvalgets opfattelse, at optionshavers udnyttelse af en option eller lignende betinget aftale ikke udgør en benyttelse af den interne viden, selv om optionshaver er i besiddelse af intern viden på tidspunktet for optionens udnyttelse, fordi vilkårene for optioner blev fastlagt, før den interne viden blev kendt, og således ikke kan være påvirket heraf.

9.9. Realisation af pant

Udvalget har vurderet de problemstillinger, der kan opstå i forbindelse med forbuddet mod insiderhandel og dets relation til realisation af pant således, at en panthaver kan forhindres i at opfylde et sikkerhedsarrangement.

Som udgangspunkt er det uproblematisk i forhold til reglerne om insiderhandel at realisere et pant, uagtet hvilken viden man har, hvis det, som motiverer realisationen, er misligholdelsen af det underliggende kreditforhold. I så tilfælde er der ikke tale om, at den interne viden benyttes.

Det afgørende bliver således at se på situationer, hvor motivationen ikke entydigt er det underliggende kreditforhold.

En problematisk situation kan være, hvis en panthaver henholdsvis forsinker eller fremskynder realisationen på grund af en intern viden.

En anden problematisk situation kan være, at en pantsætter påvirker tvangsrealisationen ved at misligholde sit kreditforhold. Dermed kan pantsætter fremtvinge en realisation på et tidspunkt, hvor pantsætteren i henhold til en intern viden er klar over, at markedskursen står for at falde. Pantsætter kan dermed indirekte opnå en gevinst gennem et eventuelt restprovenu.

I disse tilfælde kan det tænkes, at enten panthaver eller pantsætter har overtrådt forbuddet mod insiderhandel.

Det må imidlertid antages, at disse situationer sjældent vil opstå, og det normale vil derfor være, at realisation af pant ikke udgør benyttelse af intern viden. Hvorvidt den interne viden er blevet benyttet i sådanne tilfælde må bero på en konkret vurdering, hvorunder det normalt vil indgå, om realisationen fremtræder som usædvanlig.

9.10. Aktielån

Udvalget har vurderet problemstillinger, der kan opstå i forbindelse med aktielån. Disse arrangementer forekommer, hvor en person vil spekulere i et kursfald på en given aktie (spekulation à la baisse, going short). Personen låner aktierne af en aktieudlåner med løfte om at levere tilsvarende aktier tilbage efter en vis periode, f.eks. om tre måneder.⁷⁵ Derefter sælger aktielåneren de lånte aktier til markedskursen, der f.eks. er 200. Hvis aktielåneren havde ret i sin vurdering af markedsudviklingen, og markedskursen er faldet til 180 tre måneder senere, kan aktielåneren opkøbe aktierne til denne kurs og aflevere dem til aktieudlåneren. Aktielåneren har da tjent forskellen mellem salgsprisen på 200 og købsprisen på 180, dvs. 20 kurspoint. Arrangementet indebærer således tre dispositioner: et låneforhold, hvor aktierne først udlånes og senere returneres; et salg og et køb. I forhold til aktielåneren vil der normalt være tre forskellige medkontrahenter, nemlig aktieudlåneren, køberen og sælgeren.

Sådanne aktieudlån er, i lighed med anden spekulation, nyttig for markedets funktion under normale markedsforhold, fordi det sikrer en mere korrekt kursdannelse derved, at overvurderede værdipapirer reduceres til en mere fornuftig kurs, hvilket er vigtigt for markedets allokering af

⁷⁵ Forholdet beskrives som et lån, men kan også betragtes som leje, da aktieudlåner normalt vil kræve et vederlag for sin medvirken. Endvidere er både aktielåner og aktieudlåner indforstået med, at de aktier, der senere tilbageleveres, ikke er de samme aktier, som blev udlånt, men blot aktier fra samme klasse.

kapital til investering.⁷⁶ Aktielån optræder her som supplement til put optioner, og de fleste effektive regulerede markeder har indført særskilte regler for at tilgodese aktielån.

Selve låneforholdet er i sig selv uproblematisk i relation til forbuddet mod insiderhandel. Der er tale om lån til eje (mutuum), hvor låntager på et senere tidspunkt skal tilbagelevere en ydelse af samme art, beskaffenhed og kvantum. Det svarer til et såkaldt pengelån, hvoraf der svares rente. Der sker ingen prisfastsætning mellem udlåner og låntager. Låneforholdet medfører derfor ingen handel og falder dermed uden for forbuddet.

Handel foreligger derimod, når aktielåneren sælger de lånte aktier. Hvis aktielåneren har negativ intern viden om, at markedskursen snart vil falde, foreligger der insiderhandel. Hvis aktielånerens tro på et kursfald derimod er baseret på almindeligt tilgængelige oplysninger, er forholdet lovligt. Ved den efterfølgende handel, hvor de solgte aktier skal købes tilbage, så de kan tilbageleveres til aktieudlåneren, kan der opstå problemer med at genanskaffe aktierne og leve op til denne forpligtelse, hvis aktielåneren i mellemtiden har fået efterfølgende positiv intern viden om, at kursen forventes at stige.

Denne situation må behandles som ved tilfælde med realisation af pant.⁷⁷ Det afgørende må være, om aktielånerens køb af aktierne i markedet kan anses for begrundet i hans forpligtelse til at tilbagelevere de lånte aktier, eller om købet kan anses for begrundet i hans interne viden.

Da aktierne skal tilbageleveres til aktieudlåneren, vil aktielåneren ikke selv opnå en fordel af sin positive interne viden, og forholdet vil derfor normalt ikke kunne betragtes som benyttelse af intern viden.

9.11. Særlige forhold for obligationer

9.11.1. Handel i illikvide realkreditobligationer

De fleste låntagere vil i et sædvanligt låneforløb have behov for, at der udføres handler i illikvide realkreditobligationer. Dette skyldes, at nyåbnede serier og lukkede realkreditobligationsserier uden nyudstedelser typisk vil være illikvide. Som beskrevet i betænkningens bilag 1, foretages disse handler i telefonmarkedet. Illikvide realkreditobligationer vil ikke være omfattet af den market-maker ordning, der findes for realkreditobligationer. Ved indfrielse i illikvide serier må der i stedet oftest foretages en telefonisk afsøgning af markedet, hvor der rettes henvendelse til flere markedsdeltagere for at skaffe de nødvendige realkreditobligationer. I forbindelse med den telefoniske afsøgning kan der opstå en formodning i markedet om, at en kunde ønsker at erhverve en given mængde realkreditobligationer. Denne viden vil være omfattet af definitionen af intern viden i § 34, stk. 4, i lov om værdipapirhandel m.v., hvis den i øvrigt opfylder betingelserne til intern viden. Den opståede formodning er imidlertid karakteriseret ved en høj grad af uvished, herunder uvished om hvor længe forespørgslen er aktuel.

⁷⁶ Finanskrisen 2008-09 medførte dog et behov i EU og USA for at forbyde visse former for short sales i finansielle virksomheder. Bortset fra sådanne ekstraordinære markedsforhold vil short selling normalt være gavnlig, da det kan modvirke urealistiske kurstigninger.

⁷⁷ Se betænkningens afsnit 9.9.

Telefonisk afsøgning af markedet og handlen i den forbindelse er en helt grundlæggende og nødvendig del af realkreditobligationsmarkedets funktion, herunder muligheden for indfrielse i serier, der ikke er omfattet af market-maker ordningen for realkreditobligationer. En begrænsning af mulighederne for at afsøge markedet telefonisk vil medføre, at markedet ikke fungerer og vil dermed kunne umuliggøre låntagernes muligheder for at optage og indfri lån.

Håndtering af sådanne oplysninger er behandlet i 78. indledende betragtning i gennemførelsesdirektivet til MiFID-direktivet,⁷⁸ hvor det er anført, at en værdipapirhandlers brug af oplysninger vedrørende ikke udførte kundeordrer med henblik på at handle for egen regning i værdipapirer, som kundeordren vedrører, eller beslægtede værdipapirer (front running),⁷⁹ kan betragtes som en benyttelse af oplysningerne i strid med forbuddet mod insiderhandel.

Det er imidlertid i markedsmisbrugsdirektivets 18. indledende betragtning anført, at det forhold, at market-makere eller virksomheder, der handler som modparter,⁸⁰ udfører sædvanlige transaktioner i disse værdipapirer eller udfører sædvanlige kundeordrer på behørig vis dog ikke i sig selv anses som brug af oplysningerne.

I markedsmisbrugsdirektivet anerkendes det således, at der for market-makere og lignende er et behov for at kunne agere i markedet på sædvanlig vis, uanset om den pågældende er i besiddelse af oplysninger om kommende eller potentielle handler, der udføres eller måske udføres i markedet.

Det er i overensstemmelse hermed udvalgets opfattelse, at den sædvanlige handel med realkreditobligationer, som udføres af værdipapirhandlere som led i en fast og nødvendig markedspraksis, ikke vil være udtryk for benyttelse af intern viden, da den interne viden ikke søges udnyttet til skade for kunderne.

9.11.2. Sædvanlige lånetransaktioner

Medarbejdere i finansielle virksomheder, offentlige myndigheder og regulerede markeder m.fl., som gennem deres arbejde beskæftiger sig med realkreditobligationsmarkedet, vil som den øvrige del af befolkningen have behov for at kunne optage, indfri eller konvertere realkreditlån.

Som beskrevet i betænkningens bilag 1 er der til enhver optagelse, omlægning og indfrielse af et realkreditlån knyttet en underliggende værdipapirhandel.

Kursændringer på realkreditobligationsmarkedet vil som overvejende hovedregel ikke begrænse sig til realkreditobligationer udstedt af ét realkreditinstitut. Hvis en kurs ændres på én realkreditobligation, vil kurserne typisk også ændres på tilsvarende realkreditobligationer udstedt af et andet institut. Endvidere vil der også ofte samtidigt ske kursændringer på andre realkreditobligationstyper. Det bevirker, at en medarbejder, der er i besiddelse af intern viden om én

⁷⁸ Kommissionens direktiv 2006/73/EF af 10. august 2006 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv.

⁷⁹ Bemærkningerne til § 35 til lov om værdipapirhandel m.v. og markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, 3. afsnit, definerer "front running" som udnyttelse af viden... "som formidles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, som er præcis, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter".

⁸⁰ F.eks. værdipapirhandlere.

realkreditobligationstype, i princippet ikke kan foretage sædvanlige lånedispositioner – hverken ved at benytte et andet realkreditinstitut eller ved at optage lån i alternative realkreditobligationsserier.

Ved sædvanlige lånedispositioner forstås i denne sammenhæng eksempelvis optagelse og indfrielse af lån i forbindelse med køb og salg af bolig samt lånekonverteringer, når dette kan betragtes som gængs adfærd for befolkningen i øvrigt.

Det er imidlertid udvalgets opfattelse, at den underliggende værdipapirhandel i denne sammenhæng skal betragtes som en del af en lånedisposition og ikke som en værdipapirhandel. For den medarbejder, der ønsker at optage et realkreditlån f.eks. i forbindelse med køb af bolig, er formålet med dispositionen ikke værdipapirhandel, men et ønske om finansiering gennem et realkreditlån. Ved sædvanlige lånedispositioner vil der således ikke være tale om, at låntager benytter intern viden til udførelse af en værdipapirhandel.

Synspunktet om, at lånedispositionen ikke skal betragtes som en værdipapirhandel, finder støtte i bemærkningerne til § 28 b i lov om værdipapirhandel m.v., som omhandler udarbejdelse og udbredelse af analyser med anbefalinger om værdipapirer, som er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked. Det fremgår således af bemærkningerne, at bestemmelsen ikke finder anvendelse på anbefalinger om konvertering af realkreditlån eller anden form for anbefalinger vedrørende låneforhold, uanset at der udføres en underliggende værdipapirhandel. Dette er begrundet med, at anbefalingen vedrører låneforholdet og ikke en værdipapirhandel.⁸¹

Ved sædvanlige lånedispositioner vil der således ikke være tale om, at låntager benytter intern viden til udførelse af en værdipapirhandel.

9.12. Informationsbarrierer

For juridiske personer kan der opstå en situation, hvor nogle medarbejdere er i besiddelse af intern viden, mens andre medarbejdere handler et værdipapir, der relaterer sig til den interne viden.

Informationsbarrierer vedrører ikke direkte spørgsmålet om, hvorvidt det kan godtgøres, at den interne viden ikke er benyttet. Informationsbarrierer relaterer sig derimod til spørgsmålet om, hvorvidt det er muligt at sikre sig, at medarbejdere, der handler med værdipapirer, ikke kommer i besiddelse af intern viden, der vedrører de handlede værdipapirer, og derfor heller ikke vil kunne benytte denne viden.

For at undgå at overtræde forbuddet mod insiderhandel kan den juridiske person således opretholde informationsbarrierer, de såkaldte Chinese walls. Fænomenet er beskrevet i insiderbetænkningen af 1991, hvoraf det fremgår:

»Med henblik på at løse de strafferetlige problemer, som kan opstå i forbindelse med juridiske personer [...] finder udvalget, at der skal gives mulighed for, at et selskab kan bringe sig uden for forbudet mod insider-handel ved at sandsynliggøre, at den interne viden, der beror i én afdeling, ikke er videregivet eller på anden måde er "sivet" til en anden afdeling [...]. Selskabet kan f. eks. befri sig for strafansvaret ved at fremlægge de udarbejdede og anvendte, betryggende regler og i forbindelse hermed dokumentere, at

⁸¹ Se lovforslag nr. L 13 af 6. oktober 2004 fremsat af økonomi- og erhvervsministeren.

reglerne med passende mellemrum er blevet ajourført, f.eks. hvis de i enkelte tilfælde ikke har virket efter hensigten. Derimod påhviler det ikke det involverede selskab at bevise, at den person som handlede på selskabets vegne i det konkrete tilfælde, rent faktisk ikke var i besiddelse af intern viden, som beroede i en anden afdeling.«⁸²

I overensstemmelse hermed udtaler markedsmisbrugsdirektivets 24. indledende betragtning følgende:

»Professionelle økonomiske aktører skal på forskellig vis bidrage til markedintegriteten. Sådanne foranstaltninger kunne f.eks. udgøre oprettelse af »grålistes«, anvendelse af »åbne vinduer« for visse medarbejdergrupper, anvendelse af interne adfærdskodeks og etablering af »Chinese walls«. Sådanne forebyggende foranstaltninger kan kun bidrage til at bekæmpe markedsmisbrug, hvis de håndhæves konsekvent og kontrolleres behørigt. Passende kontrol vil indebære f.eks. udpegelse af tilsynsforordnede i de berørte organer og periodevise kontroller, som udføres af uafhængige revisorer.«

Også »safe harbour«-ordningen⁸³ nævner etableringen af informationsbarrierer som en måde, hvorpå den juridiske person vil være undtaget fra forbuddet mod insiderhandel, jf. forordningens artikel 6, nr. 2:

»Stk. 1, litra a), gælder ikke, hvis udstederen er et investeringsselskab eller et kreditinstitut og har indført effektive informationsbarrierer (»Chinese Walls«) — under den kompetente myndigheds tilsyn — mellem de ansvarlige for håndtering af intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udstederen, og de ansvarlige for alle beslutninger vedrørende handel med egne aktier (herunder handel med egne aktier på kunders vegne), når der handles med egne aktier på grundlag af sådanne beslutninger.

Stk. 1, litra b) og c), gælder ikke, hvis udstederen er et investeringsselskab eller et kreditinstitut og har indført effektive informationsbarrierer (»Chinese Walls«) — under den kompetente myndigheds tilsyn — mellem de ansvarlige for håndtering af intern viden, der direkte eller indirekte vedrører udstederen (herunder handelsbeslutninger i henhold til tilbagekøbsprogrammet), og de ansvarlige for handel med egne aktier på kunders vegne, når der handles med egne aktier på disse kunders vegne.«

Kan det godtgøres, at en informationsbarriere forhindrede, at den medarbejder, som handlede et givent værdipapir, fik intern viden om værdipapiret, vil der ikke foreligge den besiddelse, som er det første krav i forbuddet mod insiderhandel. Ved vurderingen heraf kan følgende momenter ifølge udvalget bl.a. inddrages:

- om den juridiske persons interne regelsæt på tilstrækkelig vis sikrer opretholdelsen af informationsbarrierer og omgangen med intern viden inden for disse,

⁸² Betænkning nr. 1216/1991 afgivet af Børsudvalget i marts 1991, s. 39.

⁸³ Kommissionens forordning nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter (EU-Tidende 2003 nr. L 336, s. 33).

- om den juridiske person organisatorisk er opbygget med uafhængige enheder, selvstændige ansvarsområder og mindst mulig kontakt mellem de forskellige enheder,
- om personalet er blevet uddannet eller på anden vis har modtaget instruktion i, hvorledes den juridiske persons informationsbarrierer fungerer og løbende sikres opretholdt, og
- om den juridiske persons chinese walls konsekvent er håndhævet og behørigt kontrolleret, eventuelt af en compliance funktion.

Det følger af ovenstående, at betragtninger om den juridiske person som en enhed, der kan tillægges den viden, som hver enkelt medarbejder måtte besidde, ikke er relevant ved forbuddet mod insiderhandel. En juridisk person kan således kun straffes for insiderhandel, såfremt den person, der handlede på vegne af den juridiske person, gjorde sig skyldig i insiderhandel, dvs. baseret på intern viden og benyttede denne.

9.13. Sammenfattende betragtninger vedrørende benyttelse

I de foregående afsnit har udvalget forsøgt at beskrive, hvornår den interne viden kan siges at være benyttet eller ikke benyttet. Som det fremgår, er det ikke tilstrækkeligt blot at konstatere, at en person dels har været i besiddelse af intern viden og dels har foretaget en handel i det pågældende værdipapir. Uanset at en konstatering af disse to forhold skaber en formodning for en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, kan de faktiske forhold i forbindelse med handlen være sådanne, at der på trods heraf ikke kan anses at være sket en benyttelse af den pågældende interne viden i forbuddets forstand.

Det er således ikke i alle handelssituationer, at en handel, der foretages under besiddelse af intern viden, vil udgøre en benyttelse heraf og dermed en overtrædelse af § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v.

Det er udvalgets opfattelse, at vurderingen af, hvorvidt den interne viden er benyttet, altid må ske med udgangspunkt i den konkrete situation og under en normal bevisbedømmelse efter strafferetten.

Som det fremgår af de gennemgåede situationer, kan vurderingen af, om den interne viden er benyttet, falde forskelligt ud alt afhængig af de konkrete forhold, herunder i særdeleshed den af insideren udviste adfærd. Det er i den sammenhæng væsentligt at understrege, at de beskrevne handelssituationer ikke udgør en udtømmende liste over de konkrete tilfælde, der i praksis vil kunne udgøre insiderhandel, respektive ikke udgøre insiderhandel. Vurderingen af, om der foreligger en benyttelse af intern viden og dermed en overtrædelse af § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., vil således altid afhænge af en konkret vurdering af samtlige foreliggende omstændigheder i forbindelse med den pågældende handel.

Det skal afslutningsvist bemærkes, at den endelige vurdering af, om et forhold udgør insiderhandel henhører under domstolene og må foretages konkret fra sag til sag, hvor samtlige foreliggende omstændigheder i forbindelse med den pågældende handel tages i betragtning under sædvanlig bevisbedømmelse.

Afsnit IV: Udvalgets konklusioner

Kapitel 10 – Konklusion

10.1. Forståelsen af forbuddet mod insiderhandel i EU-retten

Udvalget er nedsat for at vurdere, om forståelsen af det danske forbud mod insiderhandel, således som dette fremtræder på baggrund af retspraksis, senest Højesterets afgørelse i Midtbank-sagen, modsvarer forbuddet i markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, og om gennemførelsen af dette direktiv ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 således blev foretaget korrekt. Udvalget har derfor vurderet, hvad der er indholdet og rækkevidden af direktivets forbud og sammenholdt det med forståelsen i dansk ret.

Forbuddet mod insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivet indebærer to forhold, dels at man besidder intern viden, dels at man benytter denne interne viden.

Definitionen af intern viden er materielt uændret i markedsmisbrugsdirektivet fra det nu ophævede insiderdirektiv, og markedsmisbrugsdirektivets mere omfattende beskrivelse må betragtes som en præcisering, der allerede var dækket af insiderdirektivet, dog at markedsmisbrugsdirektivet angår et bredere kapitalmarked end insiderdirektivet.

Den interne viden skal udgøre en informationsfordel i forhold til den part, som man agter at indgå en handel med. Kender man ikke denne part, hvad der er normalt ved værdipapirhandel, må vurderingen foretages ud fra objektive kriterier om tilgængelighed. Kendes parten, f.eks. ved handel direkte mellem to parter, kan man lægge vægt på, hvad hver enkelt part faktisk vidste på handelstidspunktet.

Når det er bevist, at den primære insider er i besiddelse af intern viden, og at vedkommende har foretaget en transaktion med hensyn til et finansielt instrument, som den interne viden vedrører, så er der en formodning for, at vedkommende har benyttet den interne viden og dermed en formodning for, at han har overtrådt forbuddet mod insiderhandel.

Det følger modsætningsvist heraf, at såfremt det kan afkræftes, at den interne viden har været af betydning for beslutningen om at handle, vil der ikke være tale om benyttelse af intern viden, uanset om den pågældende person er i besiddelse af sådan intern viden.

Udvalget har bemærket sig, at denne forståelse af forbuddet genfindes i de lande, som udvalget har undersøgt og nu fremgår direkte af EU-Domstolens afgørelse i Spector Photo Group-sagen, jf. afsnit 5.6.4.

10.2. Det danske forbuds forhold til EU-retten

Det danske forbud mod insiderhandel, som blev indført i 1986, var ganske vidtgående. Ved gennemførelsen af insiderdirektivet i 1991 valgte man at udvide forbuddet på de områder, hvor

direktivet stillede videregående krav, f.eks. om hvad der kunne udgøre intern viden, og videreførte herudover den strengere forståelse i dansk ret af forbuddet, hvor direktivet stillede ringere krav, hvilket var i overensstemmelse med direktivets artikel 6.

Ved gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 fandt Finanstilsynet, at der forelå normharmonis på dette punkt, og at det ikke var nødvendigt at ændre det danske forbud. Det danske forbud blev således videreført uændret ved gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet.

Det er udvalgets opfattelse, at forståelsen i dansk ret af *intern viden* og kravet om *besiddelse* heraf, modsvarer forståelsen i markedsmisbrugsdirektivet.

Det har været et selvstændigt spørgsmål, om forbuddet i dansk ret mod at handle med intern viden, som kan være af *betydning* for handlen, også har modsvaret forbuddet i markedsmisbrugsdirektivet mod at *benytte* den interne viden. Forståelsen af kravet i dansk ret blev belyst af en enig Højesteret i Midtbank-sagen, der udtalte sig om den danske lovgivning forud for gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet. De danske regler blev imidlertid på dette punkt videreført uændret ved gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet.

Det fremgår af Højesterets dom, at forbuddet mod insiderhandel stiller krav om både besiddelse af intern viden og om benyttelse af denne interne viden.

Det er udvalgets opfattelse, at frifindelsen skyldes, at Højesteret ud fra en konkret bevisvurdering fandt, at den interne viden ikke var blevet benyttet. Handlen var således begrundet i en forudgående beslutning, og den interne viden var ikke af en sådan karakter, at den kunne antages at have haft indflydelse på beslutningen. Sagens øvrige omstændigheder, der fremhæves af Højesteret, bekræfter denne opfattelse af, at der ikke forelå en benyttelse.

I tilknytning hertil bemærkes, at Højesterets dom i Midtbank-sagen må forstås sådan, at besiddelse af intern viden skaber en formodning for, at den interne viden er benyttet ved handlen. Denne formodning kan dog afkræftes, og det var denne mulighed for konkret at afkræfte formodningen om benyttelse sammenholdt med, at der skal foretages en konkret vurdering, når en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd, der medførte frifindelse i Midtbank-sagen.

Højesterets dom bygger således på en forståelse af forbuddet mod insiderhandel i den danske lovgivning, der modsvarer EU-Domstolens forståelse af forbuddet i markedsmisbrugsdirektivet, jf. Spector Photo Group-dommen. Selv om Højesterets dom er afsagt på baggrund af dagældende ret, ville en ny sag om samme emne og med samme bevisvurdering antageligvis også medføre en frifindelse efter gældende ret.

Udvalget er dermed af den opfattelse, at både forståelsen af, hvad der udgør intern viden og besiddelsen heraf, og hvad der udgør benyttelse af intern viden i forbuddets forstand i dansk ret, modsvarer forståelsen i markedsmisbrugsdirektivet.

På den baggrund er udvalget enig i, at der er sket en korrekt gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, ved videreførelsen af det gældende forbud i § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Der ses således ikke på nuværende tidspunkt at være et behov for at ændre § 35, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v. Det bemærkes i den forbindelse, at de danske

domstole i overensstemmelse med EU-retten har pligt til at foretage en direktivkonform fortolkning af de danske regler om insiderhandel, hvorunder der inden for rammerne af bestemmelserne i lov om værdipapirhandel m.v. bl.a. skal tages højde for det bagvedliggende markedsmisbrugsdirektiv.

Udvalget bemærker, at Kommissionen på nærværende tidspunkt har igangsat en proces, hvor markedsmisbrugsdirektivet skal evalueres. Udvalget finder således ikke grund til, at der foretages ændringer i reglerne om insiderhandel, inden Kommissionens konklusioner foreligger.

10.3. Udvalgets tillægskommissorium

Ved et tillægskommissorium af 8. februar 2007 blev udvalget anmodet om at overveje, om incitamentsordninger og lignende kan benyttes på en uhensigtsmæssig måde.

Anvendelsen af incitamentsordninger og lignende ordninger kan i en række henseender være positive for at fastholde og tiltrække kvalificerede ledelsesmedlemmer og for at belønne værdiskabelse i selskabet. Udvalget kan modsat ikke afvise, at incitamentsordninger eller lignende kan benyttes på en måde, der strider mod selskabets interesse.

Udvalget bemærker, at lovgiver med vedtagelsen af lov nr. 576 af 6. juni 2007 har indsat bestemmelser i lov om værdipapirhandel m.v. og i lov om aktieselskaber, der regulerer brugen af incitamentsordninger, herunder i forbindelse med overtagelsestilbud. Det er udvalgets vurdering, at der dermed er taget højde for en række væsentlige hensyn og mulige interessekonflikter.

Afsnit V: Bilagsoversigt

Bilag 1 Realkreditrådets notat af 9. december 2008 om realkreditobligationer

Bilag 2 Uddrag af udenlandsk ret i udvalgte lande



9. december 2008
E-110 lk

Notat om realkreditobligationer.

1. Indledning

Økonomi- og erhvervsministeren har i 2005 nedsat Insiderudvalget, som har til formål at vurdere, om der er behov for at ændre reguleringen af forbudet mod insiderhandel.

Markedsmisbrugsdirektivet og implementeringen heraf i dansk ret bygger på en regulering, der historisk set har taget udgangspunkt i børsnoterede aktieselskaber. En række forhold vedrørende udsteder, som antages at have betydning for prisdannelsen på aktier, har imidlertid erfaringsmæssigt ikke betydning for prisdannelsen på realkreditobligationer¹. Som eksempler kan nævnes regnskabsoplysninger, ændring i ledelse og revision, ændring i aktiekapital, udbetaling af dividende og andre selskabs(institut-) specifikke oplysninger. Disse oplysninger efterspørges derfor ikke af investorer på obligationsmarkederne. Derimod påvirkes prisdannelsen på realkreditobligationer erfaringsmæssigt af oplysninger om forhold på de finansielle markeder som rente, volatilitet, inflation og konverteringsforventninger. De kursændringer, der ses på obligationsmarkedet, er endvidere væsentligt mindre end de, der sædvanligvis ses på aktiemarkedet.

Realkreditrådets medlem i Insiderudvalget har i forbindelse med udvalgsarbejdet rejst spørgsmålet om, at den gældende insiderregulering ikke i sit udgangspunkt tager højde for disse forskelle på aktie og obligationsmarkederne. Til brug for udvalgets videre overvejelser er Realkreditrådet blevet anmodet om at udarbejde et notat. Det skal i den forbindelse bemærkes, at Realkreditrådet ikke er bekendt med afgørelser om insiderhandel med realkreditobligationer.

Notatet indeholder en generel beskrivelse af realkreditsystemet, realkreditobligationsmarkedet, de faktorer, der erfaringsmæssigt kan påvirke prisdannelsen på realkreditobligationer samt forskellen mellem aktie- og obligationsmarkederne på dette område, herunder hvilke oplysninger, der erfaringsmæssigt *ikke* påvirker prisdannelsen på realkreditobligationer.

Notatet er udarbejdet med deltagelse af repræsentanter fra værdipapirhandlersektoren med henblik på at sikre, at notatet afspejler investorsynspunkter, herunder hvilke oplysninger om det udstedende realkreditinstitut (institutspecifikke) og selve obligationen (obligationsspecifikke) investorer på realkreditobligationsmarkedet efterspørger.

2. Beskrivelse af realkreditsystemet

¹ Realkreditobligationer i dette notat dækker over realkreditobligationer, særligt dækkede obligationer, og særligt dækkede realkreditobligationer udstedt af danske realkreditinstitutter.

Realkreditinstitutternes udlånsmidler tilvejebringes ved løbende udstedelse og salg af obligationer. Der udstedes i et vist omfang obligationer i takt med, at nye lån ydes. Løbetid og afdragsprofil på lån og obligation matcher i større eller mindre omfang hinanden.

Hvor meget lån og obligation kan afvige fra hinanden er reguleret i form af, at udstedelsen skal overholde et balanceprincip. Overholdelse af balanceprincippet kan foregå enten ved opfyldelse af bestemmelserne i Det overordnede balanceprincip² (kapitel 2 i Bkg nr. 718 af 21/06/2007) eller ved opfyldelse af bestemmelserne i Det specifikke Balanceprincip³ (kapitel 3 i Bkg nr. 718 af 21/06/2007).

Principperne indebærer, at der er en større (det specifikke balanceprincip) eller mindre (det generelle balanceprincip) balance mellem de samlede indbetalinger fra låntagerne og de samlede udbetalinger til obligationsejerne. Derved er der en begrænsning på realkreditinstitutternes muligheder for at tage rente-, valutakurs-, likviditets- og optionsrisici.

I form af et mere eller mindre direkte match modtager obligationsejerne de afdrag, som låntagerne betaler til realkreditinstitutterne. Afdragene samt førtidigt indfrieede lån samles for hver fondskode, hvorefter der foretages udtrækning af realkreditobligationer til kurs 100 (pari) eller anden forud fastsat indfrielseskurs. Ved udtrækningen får obligationsejerne udtrukket forholdsmæssigt samme andel af deres beholdning af en bestemt obligation. Udtrækning og betaling af rentebeløb foretages gennem Værdipapircentralen.

Realkreditobligationer betragtes i henhold til lovgivningsmæssigt fastsatte placeringsregler for finansielle virksomheder som "guldrandede værdipapirer" på linje med statsobligationer:

Realkreditinstitutter er som finansielle virksomheder særskilt reguleret, hvilket bidrager til realkreditobligationernes høje sikkerhed. Reguleringen betyder bl.a., at:

- Realkreditinstituttet skal opfylde et solvenskrav svarende til 8 pct. af instituttets risikovægtede aktiver.
- Realkreditinstitutterne er underlagt et offentligt tilsyn, som skal overvåge, om institutterne overholder lovens bestemmelser

Derudover karakteriseres obligationernes høje sikkerhed af nedenstående faktorer, som i modsætning til aktier, eller andre værdipapirer udstedt med kapitalfremskaffelse for øje, kun gør sig gældende for realkreditobligationer:

² Det overordnede balanceprincip: Nutidsværdien af de fremtidige indbetalinger ind i kapitalcentret skal til enhver tid være større end nutidsværdien af de fremtidige udbetalinger ud af kapitalcentret. Rentebetalinger ind i kapitalcentret skal endvidere være større end renteudgifter ud af kapitalcentret over en periode på løbende 12 måneder. Til rentebetalinger ind i kapitalcentret kan medregnes overdækning samt likviditetsplaceringer, såfremt disse er placeret i sikre og likvide værdipapirer.

³ Det specifikke balanceprincip: Forskellen mellem de fremtidige udbetalinger på udstedte særligt dækkede realkreditobligationer og andre værdipapirer samt finansielle instrumenter og de fremtidige indbetalinger på pantebreve, finansielle instrumenter og placeringer skal kunne opgøres på daglig akkumuleret tilbagediskonteret basis for alle fremtidige ind- og udbetalinger.

- Obligationerne er baseret på lån mod tinglyst pant i fast ejendom.
- Realkreditinstitutterne er underlagt et balanceprincip, som fjerner renterisikoen vedrørende udlånet. Der vil kun være en renterisiko på institutternes fondsbeholdning.
- Der eksisterer lovbestemte procentuelle maksimale belåningsgrænser for pantet afhængig af ejendomskategori og afdragsprofil. Dette gælder både belåningen på optagelsestidspunktet samt over hele lånets løbetid såkaldt LTV (loan-to-value).⁴
- Obligationsejerne har et konkursprivilegium⁵ i tilfælde af, at et realkreditinstitut går konkurs (en sådan konkurs har dog aldrig fundet sted).

Endelig kan det anføres, at alle obligationer i realkreditens mere end 200-årige historie er blevet tilbagebetalt.

3. Beskrivelse af realkreditobligationsmarkedet

3.1 Realkreditobligationsmarkedets størrelse.

Set i internationalt perspektiv har det danske obligationsmarked et betydeligt omfang og er et af de største på verdensplan. Markedsværdien af alle cirkulerende realkreditobligationer udgør godt 2.100 mia.kr.⁶ Til sammenligning kan nævnes, at det danske bruttonationalprodukt i 2007 var ca 1.700 mia.kr.

Realkreditobligationer efterspørges i vidt omfang af institutionelle investorer – ikke alene i Danmark men også i udlandet. Udenlandske investoreres beholdning af realkreditobligationer udgjorde således ultimo september 2008 11 pct. af den samlede beholdning.⁷

3.2. Realkreditinstitutters udstedelse og salg af realkreditobligationer i forbindelse med lån.

I forbindelse med optagelse af realkreditlån kan låntager ved obligationslån vælge at få obligationerne udleveret, men vælger typisk at afregne sine obligationer gennem realkreditinstituttet, der som udgangspunkt køber obligationerne ind til egen beholdning. Afregningskurserne tager enten udgangspunkt i en aktuel markedskurs eller en vægtet gennemsnitskurs af alle dagens handler på NASDAQ OMX Coopenhagen A/S (herefter OMX) i den pågældende fondskode. Der beregnes kurtage til realkreditinstituttet. Det fremgår af bekendtgørelsen⁸, at handlen skal offentliggøres inden for tre minutter efter handlens indgåelse. Det er markedspraksis at offentliggørelse sker via OMX.

⁴ Eksempel: For boliglån udstedt med funding i SDO og SDRO må LTV højst være 80 pct. på långivningstidspunktet samt over hele lånets løbetid, hvis lånet maksimalt har en løbetid på 30 år og en afdragsfri periode på maksimalt 10 år. Uden disse begrænsninger på løbetider og afdragsprofiler er lånegrænsen på långivningstidspunktet maksimalt 70 pct. for boligejendomme. Fra den 1. juli 2009 hæves denne grænse til 75 pct.

⁵ Obligationsejerne har separatiststilling jf. § 27 i lov om realkreditlån og realkreditobligationer m.v.

⁶ September 2008. Kilde: Danmarks Nationalbank

⁷ Kilde: Danmarks Nationalbanks statistikdatabase

⁸ Bekendtgørelse nr. 1178 af 11. oktober 2007 "Bekendtgørelse om bindende prisstillelse på aktier samt gennemsigtighed for handel med værdipapirer".

Såfremt realkreditinstituttet ønsker at videresælge obligationerne fra egen beholdning, vil disse blive solgt til en bank/børsmægler. Realkreditinstitutterne har valgt et medlemskab af OMX, hvor de ikke har adgang til at handle direkte på OMX' handelssystemer. Institutternes handel med bank/børsmægler foregår pr. telefon eller mail med en efterfølgende indberetning til OMX. Realkreditinstituttet optræder således som kunde hos den pågældende bank/børsmægler.

I de største og mest likvide obligationsserier vil der ofte blive vist en indikativ markedspris på bankernes/børsmæglerens informationssider på internet, Bloomberg, Reuters samt OMXs handelssystem. De viste priser vil oftest ligge meget tæt på priser, der kan handles til.

Den største del af omsætningen i obligationsmarkedet foregår i telefonmarkedet med efterfølgende indberetning til OMX. Kun i mindre omfang indgås handlerne som elektroniske handler direkte på OMXs systemer. De helt aktuelle handelspriser fås ved at følge de løbende indberetninger af obligationshandler til OMX. Disse er tilgængelige på OMXs hjemmeside.

For at sikre størst mulig likviditet i de store obligationsserier er der i regi af Børsmæglerforeningen lavet en frivillig market-maker ordning, som en stor del af bankerne/børsmæglerne på OMX deltager i. Market-maker ordningen omfatter normalt de mest likvide fondskoder ud af de 2000 fondskoder, realkreditmarkedet i alt består af, hvilket beløbsmæssigt udgør over 60 pct. af det samlede marked. Disse fondskoder omfatter således forskellige typer af obligationer. Det vurderes løbende, hvilke fondskoder, der skal være omfattet af ordningen.

Formålet med market-maker ordningen er:

- at understøtte likviditet og dybde generelt i markedet
- at sikre likviditet og kontinuerlig handel i de enkelte papirer

Likviditet og dybde har endvidere sammenhæng med en skarp prisdannelse (lille forskel mellem købs- og salgspris) i markedet - alt sammen faktorer, som er til gavn for alle markedsdeltagere, investorer og låntagere.

For obligationer, der ikke er omfattet af market-maker ordningen, fastsætter mægleren, i det omfang der ikke findes en aktuel handlebar markedspris, selv en handelspris over for sin kunde. Hvis kunden vælger at handle på prisen, påtager mægleren sig derved en risiko for at afdække den position, der måtte opstå. Mægleren kan efterfølgende vælge telefonisk eller via interessemarkedet (en slags elektronisk opslagstavle på OMX, som kun børsmæglerne har adgang til) at afsøge obligationsmarkedet for en eventuel modgående interesse. Både mæglerens handel med kunden og den eventuelle efterfølgende afdækningshandel indberettes til OMX.

Gamle obligationsserier eller helt nyåbnede serier vil kun yderst sjældent være omfattet af market-maker ordningen. Købs- og salgsinteresser i disse serier bliver overvejende clearet pr. telefon eller via førømtalte interessemarked.

3.3. Prisfastsættelse

Med henblik på at kunne vurdere, om en obligation er dyr eller billig i markedet i forhold til andre obligationer, kan der beregnes en "teoretisk pris".

En teoretisk pris beregnes ved hjælp af matematiske modeller. Mange værdipapirhandlere udvikler selv modellerne. Der er således ikke tale om en given matematisk model, og de beregnede teoretiske priser varierer en del. Ved hjælp af modellerne omregnes værdien af fremtidige betalinger til nutidskroner. I beregningen indgår betalingsrækken og diskonteringsrenter.

For så vidt angår betalingsrækken vil de ordinære betalinger på realkreditobligationen - bortset fra obligationer med loft over renten - være kendt. Derimod vil det ikke være kendt, hvornår låntagerne eventuelt vil konvertere deres lån. Hvis låntager konverterer sit lån, får obligationsejeren ekstraordinære betalinger (prepayments).

I de matematiske modeller til beregning af de teoretiske priser indgår der derfor en prepaymentmodel, som er en model for, hvornår/hvor mange låntagere der konverterer ved forskellige renteniveauer. Det vil sige, at man anvender prepaymentmodellen til at finde den betalingsrække, man skal bruge til beregningen af teoretisk pris for en realkreditobligation.

Markedsprisen vil typisk ikke svare præcist til den teoretiske pris, da der kan være andre forhold, der spiller ind, som ikke indgår i modellen. Den teoretiske pris vil derfor alene danne grundlag for vurdering af markedspriserne samt fastsættelse af priser på illikvide obligationer, hvor der ikke er en pris i markedet.

Teoretiske priser indgår således bl.a. i realkreditinstitutternes fastsættelse af priser i forbindelse med udbetaling og indfrielse af realkreditlån i illikvide serier, men som nævnt vil en række andre faktorer indgå i prisfastsættelsen.

Som en service over for sine egne kunder stiller realkreditinstitutterne udbetalings- og indfrielseskurser i langt flere obligationsserier end dem, der løbende er bud og udbud i på OMX.

Ved prisstillelse i illikvide serier må markedet, som beskrevet i afsnit 3.2, ofte afsøges telefonisk med henblik på at skaffe de nødvendige obligationer ved en indfrielse.

Det forekommer således ofte, at prisstillelse og handel i forbindelse med indfrielse skal foretages i en (lille og/eller lukket) illikvid obligationsserie, hvori der ikke findes en "aktuel" markedskurs. Den manglende aktuelle markedskurs kan eksempelvis skyldes, at obligationen aldrig har været handlet eller sidst har været handlet for lang tid siden.

Den sidst noterede officielle kurs kan – for de illikvide obligationsseriers vedkommende – sjældent anvendes direkte. Dette skyldes, at der ofte er tale om en gammel kurs, eller at kursen er fastsat på et "forkert" grundlag – såsom omsætning – og dermed prisfastsættelse – af et lille beløb.

Som udgangspunkt skal udførelsen af en handelsordre altid ske i overensstemmelse med "God værdipapirhandelsskik", jf. §3 i værdipapirhandelsloven og bekendtgørelserne "Værdipapirhandleres udførelse af ordrer" og "Investorbeskyttelse ved værdipapirhandel".

Heraf fremgår det, at udførelse af en handelsordre skal ske på de bedste betingelser for kunden – *tid og mængde taget i betragtning*. Hvis der er tale om en illikvid/ikke-omsat obligation, vil instituttet fastsætte en kundepris under hensyntagen til

- aktuel rente- og kursudvikling
- viden om udbud og efterspørgsel i markedet
- prisen på evt. tilsvarende obligationer
- beløbets størrelse
- markedsforhold i øvrigt

Det vil sige, at hvis der ikke findes en "markedsrigtig" pris, der kan dokumenteres ved henvisning til en omsætning på OMX, fastsætter instituttet selv en pris på baggrund af følgende:

- der kan beregnes en teoretisk pris ud fra den aktuelle rentekurve.
- findes der en markedsrigtig pris i en tilsvarende obligation, evt. fra en af de andre udstedere?
- er der tale om et stort eller lille beløb i markedssammenhæng?
- i f. m. udbetalinger: Hvad kan obligationerne evt. sælges til i markedet, hvis ikke de skal i egenbeholdning? Hvis ikke der aktuelt kan opnås en "fornuftig" pris i markedet, må instituttet påregne risikoen for at ligge med obligationsposten i egenbeholdning i en længere periode, hvor instituttet også oppebærer renterisikoen på posten.
- i f. m. indfrielse: Hvad vil det koste at købe en evt. manglende post i markedet, hvis ikke instituttet har hele den efterspurgte mængde i egenbeholdning?
- ved prisstillelse i f. m. indfrielse af obligationer over kurs 100 (pari), tages der hensyn til, hvor break-even niveauet for en alternativ opsigelse til pari ligger. "Markedet" tager som udgangspunkt altid højde for dette, når instituttet skal ud og købe op i forbindelse med en sådan indfrielse.
- der må normalt påregnes større handelsspreads ved låneindfrielse og låneudbetalinger, når der er tale om illikvide obligationsserier.

Den telefoniske afsøgning af markedet er indikativ, og de opnåede prisindikationer er dermed også indikative. Indikative priser er "subject to change" og forpligter derved ikke hverken mægler eller kunde, hvis nogle af de underliggende parametre i prisfastsættelsen ændrer sig. Det vil kunne anføres, at der i forbindelse med den telefoniske afsøgning af markedet kan opstå en formodning om, at en kunde ønsker at foretage en handel. Viden om kunders endnu ikke udførte handler er efter § 34 stk. 4 i lov om værdipapirhandel m.v. alene intern viden, hvis den i øvrigt opfylder værdipapirhandelslovens krav til intern viden, herunder krav om, at oplysningerne skal være specifikke og antages mærkbart at kunne få betydning for kursdannelsen. Den formodning, der kan opstå om en mulig handel, er normalt karakteriseret ved en høj grad af uvished, da de forespurgte parter ikke er bekendt med, hvor længe forespørgslen til markedet har relevans og derfor opretholdes, ligesom baggrunden for forespørgslen ikke nødvendigvis er kendt. Udover låneindfrielse kan der være mange årsager til behov for fastsættelse af en indikativ pris, herunder regnskabsmæssige årsager, eller at kunden løbende overvåger sin gæld med henblik på en potentiel låneomlægning.

Den beskrevne praksis har været forelagt Finanstilsynet til brug for vurderingen af "accepteret markedspraksis". Finanstilsynet har i den forbindelse meddelt, at den beskrevne markedspraksis ikke indebærer kursmanipulation.

4. Hvilke faktorer påvirker prisdannelsen på realkreditobligationer

4.1. Hvad bestemmer prisdannelsen på danske realkreditobligationer?

Danske realkreditobligationer kan indledningsvis opdeles i fire obligationsgrupper.

- Inkonverterbare obligationer – (hovedsageligt korte stående obligationer, som ligger bag Rentetilpasningslån(RTL-lån))
- Konverterbare obligationer. – (lange fastforrentede obligationer)
- Cibur⁹-linkede obligationer med og uden renteloft, med og uden konverteringsmulighed
- Indeksobligationer

I det følgende redegøres for de faktorer, der kan påvirke prisdannelsen. En oversigt er samlet i nedenstående tabel. Tabellen viser de faktorer, som typisk har indflydelse på prisdannelsen for de enkelte obligationstyper.

Obligationstype	Dis-konten-rings-renter	Rente-volatili-tet Markeds-volatili-tet	Markeds-forventning til udbud eller tilba-gekøb ek-sempelvis statslige af-gørelser	Lovgivning, eksempelvis kursgevinstbe-skatning rentefradrags-regler pensionsbe-skatning	Udtræk-nings forventnin-ger CK93 ek-sempelvis i forbindelse med nye real-kredit-produkter	Debitor Data CK92	Ydelses-rækker (Cash Flow) CK91 CK94	Udtræk-ning CK95	Ændring af ra-ting. Fusion/spalt-ning
Inkonverterbare	x		x	x					x
Konverterbare	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Cibur-linkede ¹⁰	x	(x)	x	x	(x)	(x)	(x)	(x)	x
Indeksobl.	X		x	x				x	x

NB: Markedsdata i form af "CK" er beskrevet i afsnit 4.1.6.

⁹ Copenhagen Interbank Offered Rate: Den rente, hvortil banker tilbyder indskud i andre banker på interbankmarkedet i København. Der findes desuden obligationer, der linker til Euribor. Euribor er forkortelsen af EURO interbank offered rate og er udlånsrenten for euro.

¹⁰ Parenteserne angiver, at krydserne kun er relevante for visse af de Cibur-linkede obligationer eksempelvis som følge af et renteloft eller en konverteringsmulighed.

4.1.1. Finansielle markeder

Priserne på realkreditobligationer vil primært afhænge af rentemarkederne, som måles ved aktuelle diskonteringsrenter.

Konverterbare obligationer og Cibor-linkede obligationer med renteloft vil desuden være prisfølsomme overfor ændringer i rentevolatiliteten¹¹ - Cibor/Euribor linkede obligationer også overfor likviditets- og kreditrisiko i interbankmarkedet.

Prisen på indeksobligationer afhænger af markedets inflationsforventninger.

4.1.2. Udbud/tilbagekøb

Prisdannelsen på alle obligationstyper vil være påvirket af ændringer i markedets *forventninger* til udbud eller tilbagekøb. Ændringer i låntagernes adfærd kan påvirke prisdannelsen. Specifik *viden om* enkeltkunders mulige ændringer af lånevalg vil oftest først komme til institutternes kendskab ved kundens endelige beslutning og meddelelse til instituttet.

Eksempel 1: Hvis det viser sig, at låntagerne i RTL-lån i stor stil skifter over i lån med andre karakteristika, f.eks. til fastforrentede lån eller Cibor-linkede lån op til den årlige auktion, vil dette på grund af øget udbud indebære kursfald for de obligationer, der skiftes til. Låntagernes ændrede adfærd vil således give sig udslag i et ændret udstedelsesmønster fra realkreditinstitutternes side, der vil blive iagttaget af markedsdeltagerne. Desuden vil låneomlægning i fastforrentede lån medføre, at de ekstraordinære udtrækninger i visse obligationsserier vil stige. Dette vil i givet fald fremgå af de ugentlige udtrækningsmeddelelser fra realkreditinstitutterne til OMX. Data om udtrækninger samles af OMX og er tilgængelige på hjemmesiden.

Eksempel 2: I medfør af almenboligloven fastsætter Socialministeriet lånetype ved finansiering af statsligt støttede lån i alment byggeri. Hvis staten beslutter at tilbagekøbe konverterbare lån i det støttede byggeri og i stedet udstede RTL-lån, vil dette understøtte de konverterbare serier, som tilbagekøbes, og indebære lavere priser på RTL-serien. Sådanne større ændringer i statens låneadfærdsmønster bliver varslet via en pressemeddelelse fra staten, hvorfor viden omkring lånetransaktionerne vil være offentligt kendt.

4.1.3. Nye produkter

Lancering af nye produkter, der væsentligt afviger fra de eksisterende produkter, kan have indvirkning på prisdannelsen.

Eksempel 1: Realkredit Danmarks lancering af FlexGaranti®¹² i oktober 2004 påvirkede priserne på de konverterbare 6%-obligationer markant. Da FlexGaranti® var et helt nyt refinansieringsalternativ for låntagerne, faldt prisen på 6 % -obligationerne på grund af forventninger om større konverteringer end hidtil forventet i disse serier. Den relative prisfastsættelse kan

¹¹ Rentevolatiliteten udtrykker, hvor meget renterne bevæger sig.

¹² Realkredit Danmarks garantilån med renteloft.

beskrives ved OAS¹³. Som det ses af tallene i tabellen nedenfor, steg OAS markant den 26. og 27. oktober 2004 på disse obligationer. Dette viser, at markedets prisfastsættelse pludselig afveg mere fra den teoretiske prisfastsættelse, da disse nye refinansieringsalternativer ikke var inkluderet i modellerne. I markedspriser på 6 % 2032 svarer det til et fald på omkring ½ kurspoint fra den 25. til den 26. oktober 2004.

	DK0009748709 6% NYK 2032	DK0009265076 6% RD 2032	DK0009268765 6% RD 2035	DK0009753469 5% NYK 2035
OAS ændring				
19/10/2004	2	2	2	2
20/10/2004	5	5	5	2
21/10/2004	-3	-4	-4	0
22/10/2004	2	2	2	1
25/10/2004	8	8	8	2
26/10/2004	12	16	13	0
27/10/2004	11	15	17	3
28/10/2004	-11	-14	-12	-2
29/10/2004	5	6	6	0
01/11/2004	9	9	9	2
02/11/2004	-6	-2	1	-2

4.1.4. Lovgivningsaspekter

Ændret lovgivning vil kunne påvirke prisdannelsen på flere måder.

Eksempel 1: Mindsterentereglen. Kursgevinstloven indeholder bl.a. reglerne for beskatning af kursgevinster på obligationer erhvervet af private personer. Beskatningen foregår forskelligt alt efter, om obligationen overholder den såkaldte mindsterenteregel eller ej. En obligation overholder mindsteregele, hvis kuponrenten er større eller lig med den mindsterente, der er gældende i den periode, hvor obligationen udstedes. Når en privatperson erhverver et papir, der overholder mindsterentereglen, beskattes vedkommende kun af renteindtægten. Overholder papiret derimod ikke bestemmelsen, beskattes både renteindtægter og kursgevinster. Ændringer i disse regler vil derfor kunne få stor indflydelse på kursdannelse på de obligationer, der ikke overholder mindsterentereglen.

Eksempel 2: Beskatning ved kontantlån. Kursgevinstloven har betydning for låntagernes valg af realkreditlån og dermed udbudet, da loven bestemmer reglerne for beskatning ved låneoptagelse og indfrielse af realkreditlån. I følge Kursgevinstloven beskattes låntager af eventuelle kursgevinster ved indfrielse af kontantlån. Ændringer i lovgivningen på dette område vil således kunne have fået stor betydning for kursdannelsen tidligere, da kontantlån var mere udbredte, idet det vil kunne medføre et øget konverteringsomfang.

¹³ Option adjusted spread er det tillæg, der skal tillægges den valgte diskonteringsrentekurve (fx en statsrentekurve), således at den modelberegnete, teoretiske pris på en obligation svarer til markeds-kursen på obligationen. Nøgletallet kan tolkes som den merrente, obligationen giver, i forhold til en investering i en statsobligation med lignende karakteristika på visse punkter. Merrenten tolkes forskelligt. Tolkninger kan fx være kreditrisiko, likviditetsrisiko, præmie for konverteringsrisikoen og fejlspecifikation af modellen.

Eksempel 3: Pensionsbeskatning. Indeksobligationer udstedt før 1. januar 1999 var indtil 1. januar 2008 skattebegunstigede i pensionsporteføljer. Ændringen af denne lovgivning fik stor betydning for prisdannelsen på disse obligationer.

Eksempel 4: Indførelse af den statslige ordning i 1995 om imødegåelse af indlåsnings effekter på inkonverterbare realkreditlån havde indflydelse på prisdannelsen på inkonverterbare obligationer.

Eksempel 5: Skattemæssig mulighed for videreførelse af kursfradragsskontoen i 1993 havde indflydelse på prisdannelsen på fastforrentede annuitetsobligationer

Lovgivning vil normalt foregå i offentlighed og udgør dermed ikke intern viden. Forberedelsen af lovgivning kan udgøre intern viden, men dette er et anliggende for de lovforberedende myndigheder.

4.1.5. Konverterbare obligationer

Prisdannelse på konverterbare obligationer afhænger i høj grad af låntagernes forventede konverteringsadfærd. Som nævnt i afsnit 3.3. anvendes prepaymentmodeller til at estimere låntagernes konverteringsadfærd. Disse modeller bygger på historiske konverteringsniveauer og antager, at låntagernes fremtidige adfærd kan beskrives ved det historiske forløb. I tilfælde af, at der introduceres nye (revolutionerende) realkreditprodukter, holder denne forudsætning ikke, hvilket er forklaringen på, at introduktionen af nye realkreditprodukter vil påvirke prisdannelsen, jf. afsnit 4.1.3. Prepaymentmodellerne skal derfor justeres svarende til, at låntagerne har fået nye konverteringsalternativer, hvilket alt andet lige vil medføre flere konverteringer og dermed lavere teoretiske priser på obligationerne. Mange banker/børsmæglere har udviklet deres egne prepaymentmodeller. De markedsdata, der indgår i disse modeller, beskrives i afsnit 4.1.6. Som nævnt i afsnit 4.1.2. vil en ændring i fx låntagernes konverteringsadfærd hurtigt blive iagttaget af deltagerne i obligationsmarkedet, og de højere ekstraordinære udtrækningsprocenter vil fremgå af den ugentlige publicering heraf fra OMX. Den ændrede adfærd medfører, at obligationsanalytikernes forskellige prepaymentmodeller hurtigt bliver tilrettede, således at analytikernes nye forventninger til obligationernes fremtidige udtrækningsniveauer indarbejdes i modellerne. Når der observeres større ændringer i låntagernes konverteringsadfærd, medfører dette som regel en del kursændringer i de berørte obligationer.

4.1.6. Markedsdata

Oblitionsanalytikernes prepaymentmodeller benytter i vid udstrækning markedsdata, såsom debitor massens sammensætning, estimerede ydelsesrækker og historiske udtrækningsprocenter, som input. Ændringer i markedsdata påvirker derfor, som også beskrevet i afsnit 4.1.5, de forskellige beregnede teoretiske priser.

Markedsdata for realkreditobligationer indberettes af institutterne til OMX, som videreformidler disse. Investorer på obligationsmarkedet har således en løbende information, som ikke findes tilsvarende på aktiemarkedet.

Der er tale om følgende oplysninger:

- Debitormassens sammensætning(CK 92). Store lån konverteres hurtigere end små lån. Ændringer i debitor massens sammensætning vil have en øjeblikkelig effekt på obligationernes teoretiske pris. CK 92 offentliggøres hver måned. I praksis vil man sjældent se en aflæselig priskorrektion som følge af ændringer i CK92. Som nævnt benyttes disse data dog direkte i den teoretiske prisfastsættelse.
- Ydelsesrækker for realkreditobligationerne(CK 91/94). Ændringer i ydelsesrækker vil påvirke den teoretiske prisdannelse øjeblikkeligt. Ydelsesrækker opdateres hvert kvartal. Markedsaktørerne kan selv beregne gode estimater for konverterbare obligationers ydelsesrækker, så det vil være sjældent, at publicerede ydelsesrækker indeholder information, som i praksis påvirker prisdannelsen
- Ugentlige indfrielse(CK 93) Markedet følger udviklingen i indfrielse i den ugentlige datafil CK93. CK93 har i perioder med høj konverteringsaktivitet direkte indflydelse på prisdannelsen. Dette er specielt tilfældet de sidste uger op mod opsigelsesfristerne to måneder før terminerne. CK93 indgår normalt som inputdata i prepaymentmodeller.
- De officielle udtrækninger(CK 95). Disse oplysninger har typisk ikke nogen markeds-effekt, da CK95 ikke indeholder ny information i sammenligning med de løbende indfrielse:(CK93).

4.1.7. Fusioner og spaltning

Realkreditinstitutters fusioner og spaltninger vil i et vist omfang kunne have indflydelse på kursfastsættelsen. Dette skyldes fx, at der kan opstå usikkerhed om, hvilke produkter der vil blive videreført efter omdannelsen, eller at visse investorer er underlagt placeringsregler, der begrænser størrelsen af den risiko, virksomheden må have på en enkelt udsteder. Formentlig viden herom kan udgøre intern viden.

4.1.8. Ændring af rating

De fleste danske realkreditinstitutter er i de seneste år blevet tildelt en rating af deres obligationer af et eller flere internationale ratingbureauer. Endvidere rates selve instituttet, dvs. de forpligtelser instituttet har, som ikke vedrører obligationerne. Obligationernes rating ligger i dag mellem Aaa og Aa1 hos Moodys. Ratingen har løbende vist en stigende tendens uden dette dog har haft mærkbar indflydelse på prisfastsættelsen af realkreditobligationerne. Det må dog kunne antages, at faldende rating – eller forventninger herom – vil kunne påvirke prisfastsættelsen.

Eksempel: Da Realkredit Danmark i sin tid som det første institut i Danmark fik en (top-)rating var reaktionen i markedet den, at Realkredit Danmark's obligationer blev lidt mere efterspurgt på bekostning af de andre institutter. Dette medførte, at der i en periode var et mindre kursspænd mellem Realkredit Danmarks obligationer og øvrige obligationer. Det

drøftedes i den forbindelse, om "enhedsprincippet"¹⁴ nu var brudt. Efter en relativ kort periode – og også inden de øvrige institutter fik deres ratings – indsnævredes kursspændet dog, idet markedsdeltagerne ikke var i tvivl om, at sikkerheden i realkreditobligationerne var stort set den samme uanset de var ratede eller ej. Hvis der på et tidspunkt af en eller anden grund skulle komme en ændring af rating for et realkreditinstitut, og hvis denne skulle blive nedjusteret, ville dette måske kortvarigt medføre en ændring af de indbyrdes kursspænd institutterne imellem.

4.1.9. Sammenfatning

Sammenfattende kan det anføres, at følgende forhold antages at have indflydelse på prisfastsættelsen af realkreditobligationer (afhængigt af obligationstypen):

- Finansielle markeder
 - Rentemarkederne
 - Diskonteringsrenter
 - Rentevolatilitet
 - Inflationsforventninger
- Udbud/tilbagekøb
 - Forventninger til låntagernes konverteringsadfærd
 - Visse statslige afgørelser f.eks. vedrørende finansieringen af statsligt støttet byggeri
- Nye produkter
- Lovændringer
- Markedsdata
 - Debitormassens sammensætning
 - Ydelsesrækker (Cash flow)
 - Løbende indfrielse
 - Opsigelse pr. termin
 - Samlede ekstraordinære indfrielse
 - Ekstraordinær lukning af serier
 - Øvrige serieoplysninger, herunder cirkulerende mængde
- Ændring af rating
- Fusion og spaltning

¹⁴ Begrebet enhedsobligation dækker over, at et antal realkreditinstitutter har udstedt serieobligationer med samme udløb og samme kupon - hvilket medfører meget store realkreditobligationsserier, der bliver betragtet som homogene.

4.2. Forsvarlig behandling af intern viden

Som det fremgår af afsnit 4.1 vil realkreditinstituttets potentielle interne viden om realkreditobligationerne begrænse sig til markedsdata (de såkaldte CK data), ændring af rating, viden om udvikling af nye produkter samt fusion/fission af det enkelte realkreditinstitut.

I afsnit 4.1.6 er fremkomsten og adgangen til markedsdata beskrevet. Opgørelsen af markedsdata foregår med fast frekvens og offentliggøres umiddelbart derefter til markedet. Internt i realkreditinstitutterne er viden om indholdet af disse data forbeholdt få gennemgående personer, samtidig med at arbejdsrutinerne vedrørende fremkomsten af markedsdata er beskrevet i forretningsgange. Internt i institutterne er der ikke personsammenfald mellem de, som arbejder med markedsdata og de, der foretager institutternes obligationsdispositioner. Forretningsgangene sikrer ligeledes, at informationer omkring markedsdata ikke flyder frit internt i institutterne. Personer, der foretager institutternes obligationsdispositioner, opnår adgang til markedsdata på samme tidspunkt som markedet gennem et abonnement på disse data.

Med hensyn til viden om udvikling og lancering af nye produkter vil institutterne løbende vurdere, hvornår denne viden har en sådan specifik karakter, at den kan betegnes som intern viden. I givet fald vil de involverede personer blive optaget på institutternes insiderlister.

Realkreditinstitutterne har ligeledes adskilt intern viden om rating eller intern viden vedrørende fusion og fission af det enkelte institut ved at sikre, at der ikke er et personsammenfald med de personer, der udfører institutternes obligationsdispositioner.

4.3. Organisatoriske krav

Som udstedere af børsnoterede værdipapirer og som værdipapirhandlere er realkreditinstituttet forpligtet til:

- at udarbejde interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor (krav om informationsbarrierer)
- at udarbejde og løbende ajourføre fortegnelse over de personer, der arbejder for instituttet, og som har adgang til intern viden om instituttet som udsteder eller en anden udsteder, som instituttet agerer på vegne af, samt uden ugrundet ophold give de pågældende meddelelse herom og om konsekvenserne af at være i besiddelse af intern viden (krav om insiderlister)

Realkreditinstitutterne er yderligere forpligtet til

- at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører instituttets virksomhed, hurtigst muligt
- at udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmer, direktører og andre medarbejders adgang til at handle med værdipapirer udstedt af koncernen eller dertil knyttede finansielle instrumenter
- at indberette visse transaktioner til Finanstilsynet, såfremt der foreligger begrundet mistanke om insiderhandel eller kursmanipulation.

Informationsbarriere procedurer omfatter regler om:

- registrering af intern viden
- kategorier af insidere
- hvem intern viden kan videregives til
- behandling og opbevaring af fortroligt materiale
- insiderlister

Formålet med reglerne er at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har behov herfor, og at hindre misbrug af intern viden.

5. Hvilke faktorer påvirker ikke prisdannelsen på realkreditobligationer

Som det fremgår af afsnit 4, er det erfaringsmæssigt kun i mindre omfang, at forhold vedrørende det udstedende realkreditinstitut har betydning for prisdannelsen på realkreditobligationer. Der er således ikke erfaring for, at oplysninger om udskiftning i ledelse eller revision i et realkreditinstitut har indvirkning på kursfastsættelsen på realkreditobligationer. Det samme gør sig gældende for ændringer i aktiekapital og udbetaling af dividende. Regnskabsoplysninger ses erfaringsmæssigt ikke at have kurspåvirkende effekt, idet det dog kan antages, at regnskabsoplysninger kan være af interesse for investorer i tilfælde af et realkreditinstituts truende konkurs. Det skal dog i den forbindelse bemærkes, at alle realkreditobligationer er blevet tilbagebetalt i realkreditens mere end 200-årige historie.

Sammenfattende kan det siges, at følgende forhold erfaringsmæssigt ikke antages at have indflydelse på prisfastsættelsen af realkreditobligationer:

- Ændringer i ledelse og revision
- Offentliggørelse af Finanskalender
- Regnskabsoplysninger
 - Årsrapport
 - Delårsrapport
 - Årsregnskabsmeddelelse
 - Forventet udvikling
 - Serieregnskaber
- Afholdelse af generalforsamling
- Noteringer på andre fondsbørser
- Ændring af aktiekapital, udbetaling af dividende m.v.

- Ordinær lukning af serier

6. Forskelle mellem obligationsmarkedet og aktiemarkedet.

Obligationsmarkedet adskiller sig på væsentlige områder fra aktiemarkedet.

Aktiemarkedet er primært ordredrevet og prisdannelsen sker på baggrund af forventninger til det udstedende selskab og branchen samt det forventede indtjeningspotentiale. Oplysninger om ledelsesskift, regnskabsoplysninger, ændringer i aktiekapital, udbetaling af dividende m.v. er derfor oplysninger, der erfaringsmæssigt har haft betydning for prisdannelsen på aktier.

For så vidt angår obligationsmarkedet er det prisdrevet. Som anført under afsnit 4 påvirkes prisdannelsen af forhold på de finansielle markeder (rente, volatilitet, inflation, likviditet og kredit), markedsdata og eksempelvis konverteringsforventninger. Beregninger af individuelle teoretiske priser på realkreditobligationer kan derfor foretages løbende på grundlag af disse data, som er generelt tilgængelige. Som det fremgår af afsnit 4 og 5 kan oplysninger om realkreditmarkedet betragtes som henholdsvis institutspecifikke og obligationsspecifikke oplysninger. En række obligationsspecifikke oplysninger vil kunne være mærkbart kurspåvirkende, mens institutspecifikke oplysninger kun i meget begrænset omfang er kurspåvirkende. Institutspecifikke oplysninger om ledelsesskift, regnskabsoplysninger, ændringer i aktiekapital, udbetaling af dividende m.v. efterspørges derfor ikke af investorer og værdipapirhandlere.

Eksempel: En regnskabsmeddelelse fra Danske Bank koncernen, der afviger meget i forhold til kapitalmarkedernes forventninger vil kunne påvirke kursdannelsen på Danske Bank aktien kraftigt. Derimod kan man vanskeligt forestille sig, at regnskabsmeddelelsen kan have indflydelse på kursdannelsen i Realkredit Danmark obligationer.

Udover de nævnte karakteristika kan det nævnes, at kursændringer på obligationsmarkedet generelt er væsentligt mindre end de kursændringer, man vil kunne se på aktiemarkedet. Private investorer vil således almindeligvis ikke opnå en mærkbar gevinst ved en kursændring, selvom de måtte have intern viden herom, da dette vil kræve en portefølje af en væsentlig størrelse.

7. Udenlandsk ret

Det tyske Finanstilsyn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), har medio 2005 udstedt en vejledning om den tyske regulering af markedsmisbrug.

Vejledningen indeholder en liste over informationer, der som udgangspunkt kan udgøre intern viden. Det er anført, at der i de enkelte tilfælde skal foretages en konkret vurdering af, om de pågældende informationer må kunne antages mærkbart at få indflydelse på kursfastsættelsen. Til brug for denne konkrete vurdering indeholder vejledningen en række afsnit om særlige forhold, herunder et afsnit om gældsinstrumenter.

Det fremgår af dette afsnit, at det generelt må betragtes som mindre sandsynligt, at de oplyste informationer har mærkbar indflydelse på kursen, når der er tale om gældsinstrumenter i form af variabelt eller fastforrentede obligationer, herunder "asset covered bonds". Det fremgår videre, at det som altovervejende hovedregel kun er oplysninger, der vedrører udsteders mulighed for at honorere forpligtelser i form af tilbagebetalinger og rentebetalinger, der kan betragtes som intern viden. Området for intern viden i forhold til realkreditobligationer er således stærkt begrænset. Der er ikke med vejledningen indført egentlige undtagelser for obligationsområdet, men det pågældende afsnit i vejledningen må tages som udtryk for, at der fra den finansielle tilsynsmyndighed i Tyskland er en erkendelse af de forskelle for så vidt angår insiderforbudet, der er mellem aktie- og obligationsmarkederne.

8. Særlige forhold

8.1. Sædvanlige lånedispositioner

Medarbejdere i finansielle virksomheder, offentlige myndigheder og regulerede markeder m.fl., som gennem deres arbejde beskæftiger sig med realkreditobligationsmarkedet, vil som den øvrige del af befolkningen have behov for at kunne optage, indfri eller konvertere realkreditlån.

Som beskrevet i afsnit 2 er der til enhver optagelse, omlægning og indfrielse af et realkreditlån knyttet en underliggende værdipapirhandel.

Kursændringer på realkreditobligationsmarkedet vil som overvejende hovedregel ikke begrænse sig til realkreditobligationer udstedt af ét realkreditinstitut. Hvis en kurs ændres på én obligation, vil kurserne typisk også ændres på tilsvarende obligationer udstedt af et andet institut. Endvidere vil der også ofte samtidigt ske kursændringer på andre obligationstyper. Det bevirker, at en medarbejder, der er i besiddelse af intern viden om én obligationstype, i princippet ikke kan foretage sædvanlige lånedispositioner – hverken ved at benytte et andet realkreditinstitut eller ved at optage lån i alternative obligationsserier.

Ved sædvanlige lånedispositioner forstås i denne sammenhæng eksempelvis optagelse og indfrielse af lån i forbindelse med køb og salg af bolig samt lånekonverteringer, når dette kan betragtes som gængs adfærd for befolkningen i øvrigt.

Den underliggende værdipapirhandel skal imidlertid betragtes som en del af en lånedisposition og ikke som en værdipapirinvestering. For den medarbejder, der ønsker at optage et realkreditlån fx i forbindelse med erhvervelse af fast ejendom er formålet med dispositionen ikke værdipapirhandel men et ønske om finansiering gennem et realkreditlån.

Dette synspunkt finder støtte i bemærkningerne til § 28b i lov om værdipapirhandel m.v. som omhandler udarbejdelse og udbredelse af analyser med anbefalinger om værdipapirer, som er eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked. Det fremgår således af bemærkningerne, at bestemmelsen ikke finder anvendelse på anbefalinger om konvertering af real-

kreditlån eller anden form for anbefalinger vedrørende låneforhold, uanset der udføres en underliggende værdipapirhandel. Dette er begrundet med, at anbefalingen vedrører låneforholdet og ikke en værdipapirhandel.

8.2. Fastlæggelse af intern viden for realkreditobligationer.

I henhold til værdipapirhandelslovens § 37, stk. 4, og den tilhørende bekendtgørelse om markedsmissbrug § 8 skal udstedere oprette og ajourføre fortegnelser over personer, der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. En række af de oplysninger, der antages at have indflydelse på prisfastsættelsen af aktier, har - som tidligere nævnt - *erfaringsmæssigt* ikke indflydelse på prisfastsættelsen af realkreditobligationer. Disse oplysninger vil dog i visse tilfælde *teoretisk* set kunne få indflydelse på prisfastsættelsen og kan dermed *teoretisk* set være intern viden. Som beskrevet i afsnit 6 er institutspecifik viden kun i yderst begrænset omfang prispåvirkende. Som eksempel kan nævnes regnskabsoplysninger, som ved et realkreditinstituts truende konkurs ville kunne være af interesse, men som i alle normale tilfælde er irrelevant for kursdannelsen. Denne betragtning skal således ses i lyset af, at alle realkreditobligationer i realkreditens 200-årige historie er blevet tilbagebetalt. Hvis insiderlisterne i et realkreditinstitut skal opfylde sit formål, nemlig at vise, hvem der besidder intern viden, som kan føre til overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, er det væsentligt, at der sker en erkendelse af de forskelle, der er mellem aktie- og obligationsmarkederne for så vidt angår insiderforbudet. Pligten til at føre insiderlister må således fortolkes sådan, at kun oplysninger, som *reelt erfaringsmæssigt* er prispåvirkende for obligationer, kommer i betragtning som intern viden, og at insiderlisterne kun vil omfatte personer, der - ud fra et obligationssynspunkt - reelt er i besiddelse af intern viden.

8.3. Handel i illikvide obligationer

Som beskrevet i afsnit 3.3 må markedet ved indfrielse i illikvide serier oftest afsøges telefonisk for at skaffe de nødvendige obligationer. Den største del af omsætningen i obligationsmarkedet foregår i telefonmarkedet. Nyåbnede serier og lukkede obligationsserier uden nyudstedelser vil typisk være illikvide. De fleste låntagere vil derfor i et sædvanligt låneforløb have behov for, at der udføres handel i illikvide obligationer i telefonmarkedet. I forbindelse med den telefoniske afsøgning kan der opstå en formodning i markedet om, at en kunde ønsker at erhverve en given mængde obligationer. Denne viden vil være omfattet af § 34, stk. 4 i lov om værdipapirhandel m.v., hvis den i øvrigt opfylder betingelserne til intern viden. Som beskrevet i afsnit 3, er den opståede formodning imidlertid karakteriseret ved en høj grad af uvished, herunder uvished om hvor længe forespørgslen er aktuel. Den telefoniske afsøgning af markedet og handlen i den forbindelse er en helt grundlæggende og nødvendig del af realkreditobligationsmarkedet, herunder muligheden for indfrielse i serier, der ikke er omfattet af market-maker ordningen. En begrænsning af mulighederne for at afsøge markedet telefonisk vil medføre, at markedet ikke fungerer og vil dermed kunne umuliggøre låntagernes muligheder for at optage og indfri lån.

Håndtering af sådanne oplysninger er behandlet i betragtning 78 i niveau 2 direktivet til MiFID¹⁵, hvor det uden præjudice for markedsmisbrugsdirektivets bestemmelser er anført, at en værdipapirhandlers brug af oplysninger vedrørende ikke udførte kundeordrer med henblik på at handle for egen regning i værdipapirer, som kundeordren vedrører, eller beslægtede værdipapirer (frontrunning)¹⁶ betragtes som misbrug af oplysningerne.

Det er videre anført, at det forhold, at market-makerer eller virksomheder, der handler som modparter¹⁷ udfører sædvanlige transaktioner i disse værdipapirer eller udfører sædvanlige kundeordrer på behørig vis dog ikke i sig selv anses som misbrug af oplysningerne.

Det er således i direktivet anerkendt, at der for market-makerere o.lign. er et behov for at kunne agere i markedet på sædvanlig vis, uanset den pågældende er i besiddelse af oplysninger om kommende eller potentielle handler, der udføres eller måske udføres i markedet.

Sædvanlige værdipapirhandelsdispositioner, som udføres i den forbindelse, skal derfor betragtes som led i en fast og nødvendig markedspraksis, som ikke er udtryk for brug af intern viden.

9. Junior covered bonds

Med ikrafttrædelsen af lovgivningen om særligt dækkede obligationer 1. juli 2007 blev det muligt for udstedere af SDO'er og SDRO'er at udstede en ny type obligation. I en situation med faldende ejendomspriser kan kravet om løbende overholdelse af lånegrænserne på de ejendomme, der ligger som sikkerhed for de udstedte SDO og SDRO-obligationer, udløse krav om supplerede kapital til sikkerhedsstillelse. For at finansiere den krævede sikkerhed, har udstedere derfor fået mulighed for at udstede denne nye type obligationer, jf. § 33 e i lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. og § 152 b i lov om finansiel virksomhed.

Der er intet officielt navn for denne type af obligation. Det er imidlertid blevet gængs brug at benævne dem junior covered bonds. Obligationerne kan udstedes både før og efter, at kravet om supplerende sikkerheder er opstået. Der er skrappe krav om placering af de fremskaffede midler fra udstedelserne i sikre og likvide værdipapirer el. lign. Obligationerne kan være optaget til handel (børsnoterede).

Ejerne af junior covered bonds har en *sekundær fortrinsret* til alle aktiver i et realkreditinstituts kapitalcenter, jf. lov om realkreditlån og realkreditobligationer mv. § 27, stk. 1, 3. Det betyder, at de er placeret efter investorer i SDO'erne, RO'erne og SDRO'erne i konkursrække-

¹⁵ Kommissionens direktiv om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/39/EF for så vidt angår de organisatoriske krav til og betingelserne for drift af investeringsselskaber samt definitioner af begreber med henblik på nævnte direktiv

¹⁶ Jf. bemærkningerne til § 35 til lov om værdipapirhandel m.v. og artikel 1, nr. 1 3. afsnit i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF om insiderhandel og kursmanipulation defineres "frontrunning" som udnyttelse af viden... "som formidles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte ordrer, som er præcis, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de afledte finansielle instrumenter

¹⁷ Fx værdipapirhandlere

følgen. Til trods for dette er de dog langt fra at kunne sammenlignes med fx erhvervsobligationer eller anden efterstillet kapital som fx hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital. Real-kreditinstitutterne kan fortsat optage hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital. Begge kreditorgrupper er imidlertid *efterstillede* i henhold til lov om finansiel virksomhed. Det nye ved lånoptagelse gennem udstedelse af junior covered bonds er, at ejeren af disse obligationer tillægges sekundær separatist stilling. Det betyder, at de i forhold til simple kreditorer, hybrid kernekapital og ansvarlig lånekapital har en konkursbeskyttet *fortrinsret* til aktiverne. Selv hvis der i kapitalcentret ikke måtte være tilstrækkelige aktiver til at dække ejerne af junior covered bonds, vil de kunne gøre restkravet gældende i konkursmassen i instituttet i øvrigt (som et simpelt krav).

9.1 Prisdannelsen

Det er de samme generelle forhold på de finansielle markeder, der er bestemmende for prisen på junior covered bonds, som er bestemmende for prisen på SDO'erne, SDRO'erne og RO'erne, jf. afsnit 4. På følgende punkter adskiller de sig dog fra disse obligationstyper i forhold til prisdannelsen:

- De er ikke gjort permanent belånbare i Danmarks Nationalbank. En permanent godkendelse af obligationerne som belånbare i Danmarks Nationalbank vil således kunne få stor betydning for priserne på junior covered bonds.
- De opfylder ikke umiddelbart UCITS¹⁸-kriterierne¹⁹. Dette har en effekt på prisen, da opfyldelse af kriterierne alt andet lige vil være at foretrække for investor.
- Det kan ikke udelukkes, at den ovennævnte beskrevne konkursretslige stilling vil kunne påvirke en evt. rating og betyde, at investorerne vil forlange en større risikopræmie i forhold til SDO'erne, SDRO'erne og RO'erne.

¹⁸ Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities. UCITS-direktivet indeholder flere definitioner på værdipapirer og andre finansielle instrumenter, som investeringsinstitutter, som er omfattet af direktivet, må investere deres midler i.

¹⁹ Kategoriseringen i henhold til UCITS foretages af Finanstilsynet

Bilag 2

Reglerne om insiderhandel i udvalgte lande i hovedtræk

I dette bilag beskrives kort, hvordan man i en række udvalgte lande har gennemført markedsmisbrugsdirektivet:

Sverige side 130

Norge side 133

Finland side 137

England side 140

Tyskland side 152

Sverige

Efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet findes reglerne om insiderhandel nu i Lag (2005:377) om straff for marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument. Reglerne i den nye lov er trådt i kraft 1. juli 2005 og erstatter reglerne i insiderstrafflagen (2000:1086).

Forbuddet mod insiderhandel findes i lovens §§ 2-4:

»Insiderbrotten

2 § Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.

Är brott som avses i första stycket ringa, döms för insiderförseelse till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet med hänsyn till affärens omfattning och övriga omständigheter grovt, döms för grovt insiderbrott till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Första och andra styckena tillämpas också på den som har insiderinformation som består i vetskap om egen brottslig verksamhet.

3 § Den som av oaktsamhet begår en gärning som avses i 2 § döms för vårdslöst insiderförfarande till böter eller fängelse i högst ett år. Om gärningen är ringa, döms inte till ansvar.

4 § För försök till insiderbrott och grovt insiderbrott döms till ansvar enligt 23 kap. brottsbalken.«

Sverige har i § 5 lovfæstet en række undtagelser til forbuddet:

»5 § Trots bestämmelserna i 2-4 §§ får

1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller 3 d § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan användande av insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,

2. finansiellt instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på instrumentet,

3. uppgifter fullgöras som någon har på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,

4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till

och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget,

5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,

6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,

7. ingångna terminskontrakt fullgöras på slutdagen,

8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,

9. andra finansiella instrument än aktier förvärfvas eller avyttras, om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används. ...«

Af forbuddet fremgår det, at »Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana inansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma skall gälla den som får insiderinformation och som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument som informationen rör genom handel på värdepappersmarknaden.«

Svensk ret er et af de retssystemer, hvor forbuddet er baseret på besiddelse af intern viden, jf. 2 - 4 §§, men hvor en række forhold dernæst er undtaget fra forbuddets rækkevidde, jf. 5 §. Den svenske regering udtalte om denne teknik, der også var benyttet før gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet:

»För att få en rimlig avgränsning av det straffbara området kan en insiderlagstiftning läggas upp på två olika sätt. Antingen tar man in som ett rekvisit i gärningsbeskrivningen att personen skall ha utnyttjat insiderinformationen för att göra en affär, eller så har man i stället ett antal undantag för situationer där det typisk sett inte förekommer något missbruk av insiderinformation.«

Forsætlig og uagtsom overtrædelse af forbuddet er strafferetligt sanktioneret med fængsel i op til 4 år eller bødestraf.

Det svenske forbuds anvendelsesområde

Det svenske forbud mod insiderhandel gælder for enhver (den som får insiderinformation).⁸⁴

De svenske regler finder anvendelse på »handel på värdepappersmarknaden« med »finansiella instrument«. Anvendelsesområdet for de svenske regler svarer til markedsmisbrugsdirektivets anvendelsesområde.

⁸⁴ Lag (2005:377) om straff for marknadsmisbruk vid handel med finansiella instrument. 2.§.

I Sverige vedrører forbuddet mod insiderhandel den, der erhverver (förvärvar) eller afhænder (avyttrar) eller tilskynder (föranleder) til erhvervelse eller afhændelse af finansielle instrumenter.⁸⁵

I betragtning af det tillægsmandat, som udvalget fik vedrørende incitamentsordninger, er det relevant at fremhæve, at Finansinspektionen i skrivelse af 15. februar 2007 har taget stilling til aktierelaterede incitamentsprogrammer og deres forhold til markedsmisbrugslovgivningen.⁸⁶ Som tilfældet er ved andre optioner fastholder Finansinspektionen, at disse kan udnyttes, uanset at der er opstået intern viden, såfremt denne interne viden ikke forelå ved udstedelsen.

⁸⁵ Lag (2005:377) om straff for marknadsmissbruk vid handel med finansiella instrument 2.§.

⁸⁶ Finansinspektionens remissvar, FI Dnr 06-10678-001.

Norge

Markedsmisbrugsdirektivet er ved afgørelse truffet af Det Blandede EØS-udvalg nr. 38/2004 af 23. april 2004 optaget som bilag til EØS-aftalen og finder derfor også anvendelse på Norge.

Reglerne i markedsmisbrugsdirektivet er gennemført som en ændringlov til verdipapirhandelloven (Lov nr. 11 af 4. marts 2005 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover). Ændringsloven trådte i kraft den 1. september 2005.

Forbuddet mod insiderhandel findes i lovens §§ 2 og 3, særligt §§ 2-2 og 2-3:

»§ 2-2. Definisjon av innsideinformasjon

Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.

Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.

Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, menes opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.

Med innsideinformasjon om varederivater, menes presise opplysninger som ikke er offentlig tilgjengelige eller allment kjent og som direkte eller indirekte angår ett eller flere varederivater og som deltakere på markedet der varederivatene omsettes ville forvente å motta i samsvar med det Kredittilsynet anser som akseptert markedspraksis på det aktuelle markedet. Med opplysninger som deltakerne ville forvente å motta, menes opplysninger som normalt gjøres tilgjengelig for deltakere på markedet eller opplysninger som skal offentliggjøres som følge av lov, forskrift eller annen regulering, herunder privatrettslig regulering og praksis på det aktuelle varederivatmarkedet eller det underliggende varemarked. Departementet kan i forskrift fastsette nærmere regler om innsideinformasjon i tilknytning til varederivater og akseptert markedspraksis.

§ 2-3. Misbruk av innsideinformasjon

Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.

Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 2-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.«

Af § 2-3 fremgår, at forbuddet alene gælder ved misbrug af intern viden, og at forbuddet ikke er til hinder for normal udøvelse af tidligere indgået options- eller terminkontrakt ved kontraktens

udløb. Forsætlig og uagtsom overtrædelse af forbuddet er i henhold til lovens § 14, stk. 3, strafferetligt sanktioneret med bødestraf eller fængsel op til 6 år.

Af forarbejderne til gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet fremgår følgende:

Kredittilsynets holdning:

»Kredittilsynet foreslår at vilkåret "using that information" ikke tas inn i den norske lovteksten og uttaler: "Det følger ikke noe slikt krav om årsakssammenheng etter norsk rett i dag, og dette bør heller ikke oppstilles. Videre foreslås det at dagens "offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet" benyttes istedenfor "been made public". Årsaken er at sidstnevnte vilkår kan reise tvil om en aktiv handling må ha funnet sted, noe som rimeligvis ikke kreves«⁸⁷

ØKOKRIM's holdning:

»Når det gjelder et eventuelt krav om årsakssammenheng i tilknytning til definisjonen av innsidehandelforbudet, uttaler ØKOKRIM:

ØKOKRIM ser at ordlyden i Direktivets forbud mot innsiderhandel umiddelbart kan synes å indikere krav om årsakssammenheng, jf "using that information", men dette fremstår iallfall ikke som særlig klart. Det er på det rene at det ikke eksisterer et krav om årsakssammenheng etter dagens norske bestemmelse. Som Kredittilsynet mener ØKOKRIM at dagens norske rettstilstand bør opprettholdes, jf høringsnotates sitat fra fortalens 18 avsnitt på s 17. Det sentrale for innsidehandelsforbudets anvendelse bør slik vi ser det fortsatt være at man innehar innsideinformasjon. I praksis vil det lett kunne fremmes, og vi har allerede hørt, anførsler om at innsiderinformasjonen uansett ikke utgjorde vedkommendes motiv eller hovedmotiv for transaksjonen. Innføring av et krav om årsakssammenheng i den forstand at innsideinformasjonen må utgjøre motivet eller det vesentligste motivet for handelen, vil slikt sett medføre ytterligere bevisproblemer uansett om anførselene er korrekte eller ikke. ØKOKRIM legger til grunn at Norge er uten forpliktelse til å innføre krav om årsakssammenheng – selv om direktivet skulle inneholde krav om årsakssammenheng. Vi legger til grunn at forbudet mot innsidehandel er en minimumsbestemmelse, hvilket gir Norge rett til å fastsette strengere nasjonale regler. Innsidehandelsforbud uten krav om årsakssammenheng må anses som en strengere regel for aktørene i markedet enn innsidehandelsforbud med krav om årsakssammenheng. Norge skulle derved under enhver omstendighet ha rett til å fravike Direktivets eventuelle krav om årsakssammenheng. ØKOKRIM mener på denne bakgrunn at dagens rettstilstand og ordlyd i gjeldende § 2-1 bør opprettholdes i forhold til dette Spørsmålet«⁸⁸

Departementets holdning:

»Det kan reises spørsmål ved om det er et oppstilt krav om årsakssammenheng, jf uttrykket "using that information" i rammedirektivet art. 1nr. 1. Departementet legger i likhet ned Kredittilsynet til grunn at forbudet mot innsidehandel ikke oppstiller et vilkår om årsakssammenheng. Det vises til fortalen punkt 18, der det fremgår at bruk av innsideinformasjon kan være erverv eller avhendelse av finansielle instrumenter dersom vedkommende person visste eller burde ha visst at informasjonen var innsideinformasjon.

⁸⁷ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 20.

⁸⁸ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 26.

Dette er i overensstemmelse med rettstilstanden etter gjeldende vphl. §2-1. Departementet er også kjent med at andre EØS-land og EU-kommisjonen heller ikke oppfatter direktivet dit hen at det kreves årsagssammenheng. Det foreslås derfor ingen endring på dette punkt.«⁸⁹

Det fremgår således af forarbejderne til den norske gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet, at såvel Kredittilsynet som ØKOKRIM oppfattede den nye formulering af artikel 2, stk. 1, som rummende et krav om årsagssammenheng.⁹⁰ Et sådant krav indfortolkede man ikke i den gældende forståelse af misbrugskravet i § 2-3, 2. led., og de anbefalede derfor, at norsk ret på dette punkt blev fortsat uændret. Departementet var ikke nødvendigvis enig i denne læsning af artikel 2, stk. 1, men var enig i, at det norske forbud ikke stiller et sådant krav og heller ikke bør gøre det.⁹¹ Den norske lovgiver valgte derfor at fastholde kravet om misbrug, som hidtil forstået i norsk ret. Det følger af disse overvejelser, at det norske forbud ikke omfatter et egentligt krav om årsagssammenheng, dvs. bevis for besiddelse kan efter norsk ret skabe en tilstrækkelig formodning for misbrug til at begrunde domfældelse.

Det norske forbuds anvendelsesområde

Det norske forbud mod insiderhandel gjelder for enhver (noen som har innsideinformasjon).⁹²

Det norske forbud mod insiderhandel vedrører *»tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike dispositioner«*.⁹³

I et høringssvar til den norske gjennomførelse af markedsmisbrugsdirektivet fra det norske Fondsmeglerforbundet er følgende anført:

»Slik vi forstår dette har begrepene et videre omfang enn de norske ordene kjøp/salg som benyttes i lovteksten. Danskene har oversatt dett med "erhverve" eller "afhænde". Kredittilsynet synes å legge en noe annen oppfatning til grunn, jfr høringsutkastet pkt. 3.3 i.f og at man derfor vil opprettholde den eksisterende norske ordlyden. Det er vår oppfatning at Kredittilsynets tolkning av direktivets ordlyd antagelig er for snever, men vi er samtidig usikre på om en ren videreføring av dagens lovtekst på dette punkt er en korrekt implementering av direktivteksten.«⁹⁴

Det norske departement vurderer følgende i forhold til ovennævnte problemstilling: *»Etter departementets syn er tegning, kjøp, salg og bytte en hensiktsmessig forståelse av uttrykket "to acquire or dispose of".«*⁹⁵

Kredittilsynet har i rundskriv 14/2005 redegjort for sin fortolkning etter gjennomførelsen af markedsmisbrugsdirektivet, hvoraf det fremgår:

⁸⁹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 29.

⁹⁰ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 20 og 26.

⁹¹ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 29.

⁹² Lov nr. 11 af 4. marts 2005 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover § 2-3.

⁹³ Lov nr. 11 af 4. marts 2005 om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover § 2-3.

⁹⁴ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 25.

⁹⁵ Ot.prp. nr. 12 (2004-2005), side 29.

»Forbudet mot innsidehandel gjelder bare ved misbruk av innsideopplysninger, jf. vphl. § 2-3 annet ledd. Misbruksreservasjonen innebærer at ikke enhver bruk av innsideinformasjon ved handel i finansielle instrumenter rammes av forbudet. Hvorvidt det foreligger et misbrukstilfelle, må bero på en vurdering av omstendighetene i det konkrete tilfellet.

Et eksempel der det ikke foreligger misbruk selv om en person har innsideinformasjon, fremgår av loven selv, nemlig normal utøvelse av tidligere inngått opsjons- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp, jf. vphl. § 2-3 annet ledd. Dette må gjelde tilsvarende ved normal innfrielse av konvertible obligasjoner.

Det er i forarbeidene og markedsmisbruksdirektivets fortale gitt flere eksempler der det er antatt at det ikke foreligger misbruk:

- passiv utføring av kundeordre.
- dersom to eller flere personer samarbeider om for eksempel oppkjøp, og man vet at de man samarbeider med også handler aksjer og at offentliggjøring av dette forholdet ville bidratt til å presse kursen opp.
- dersom vedkommende som har innsideinformasjon fullt ut informerer motparten (i den grad reglene om taushetsplikt ikke er til hinder for det, jf. vphl. § 2-4 første ledd og pkt. 4.1.2 nedenfor).
- en investor handler i motsatt retning av den retning innsideinformasjonen er egnet til å påvirke kursen.
- kjennskap til egne transaksjonsbeslutninger for egen regning, selv om transaksjonen vil komme til å påvirke kursen merkbart.
- arbeidsgivers utstedelse av såkalte ansatteopsjoner vil normalt ikke innebære misbruk av innsideopplysninger, selv om utstedelsen skjer samtidig som det foreligger
- innsideopplysninger hos utstederforetaket og/eller blant dets ansatte. Det forutsettes da at ansatteopsjonene inngås som direkte avtaler mellom utstederforetaket og dets ansatte om rett til tegning/kjøp av aksjer i utstederforetaket. En annen sak er at dette kan være brudd på likebehandlingsprinsipper som gjelder for utstederselskapet.

Eksemplene vil være retningsgivende for vurderingen av om det foreligger misbruk i andre typetilfeller.«

Finland

Markedsmisbrugsdirektivet er i Finland gennemført ved en række ændringslove. Af betydning for reglerne om insiderhandel er ændringslovene til værdpapirermarknadsloven, loven om Finansinspektionen og straffeloven. Ændringslovene er trådt i kraft den 1. juli 2005.

Efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet findes i Finland både administrative og strafferetlige sanktioner for overtrædelse af regler om insiderhandel. Gerningsindholdet er det samme, men grovheden i den subjektive tilegnelse kan medføre, at forholdet overgår til strafferetlig behandling i stedet for administrativ sanktionering.

Værdpapirermarknadsloven indeholder i 5. kapitel, § 2, et forbud mod udnyttelse af intern viden.

»Utnyttjande av insiderinformation

2 § (13.5.2005/297)

Den som i egenskap av ägare till aktier som emitterats av en emittent av värdepapper som är föremål för offentlig handel eller för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 § eller som med stöd av sin ställning, tjänst eller uppgift har erhållit insiderinformation, får inte utnyttja informationen genom att för egen eller någon annans räkning direkt eller indirekt förvärva eller överlåta sådana värdepapper som informationen gäller, eller direkt eller indirekt råda någon i handel med sådana värdepapper. Vad som föreskrivs i detta moment gäller också den som har fått insiderinformation genom brottslig verksamhet.

Insiderinformation får inte röjas för någon annan, om det inte sker som ett normalt led i arbete, yrke eller åligganden för den som röjer informationen.

Vad som föreskrivs i 1 och 2 mom. gäller också andra personer som visste eller borde ha vetat att information som de erhållit är insiderinformation.

Vad som föreskrivs i denna paragraf begränsar inte rätten att förvärva eller överlåta värdepapper som är föremål för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 § utanför detta handelsförfarande.

Vad som föreskrivs i denna paragraf begränsar inte en persons rätt att handla med värdepapper, om förvärvet eller överlåtelsen av värdepapperen grundar sig på ett avtal som har ingåtts innan personen fick insiderinformation om värdepapperen.«

Udover reglerne i værdpapirermarknadsloven findes regler om misbrug af intern viden i straffelovens 51. kapitel, § 1.

»1 §

Missbruk av insiderinformation

Den som för att bereda sig eller någon annan ekonomisk vinning uppsåtligt eller av grov oaktsamhet utnyttjar insiderinformation som har samband med värdepapper som är föremål för offentlig handel

- 1) genom att för egen eller för någon annans räkning överlåta eller förvärva sådana värdepapper, eller
- 2) genom att direkt eller indirekt råda någon i handel med sådana värdepapper, skall för missbruk av insiderinformation dömas till böter eller fängelse i högst två år. För missbruk av insiderinformation döms också den som på det sätt som avses i 1 mom.

utnyttjar insiderinformation som har samband med värdepapper som är föremål för ett handelsförfarande enligt 3 kap. 16 § i värdepappersmarknadslagen i sådan handel. Försök till uppsåtligt brott är straffbart.

7 §

Begränsningsbestämmelse

Bestämmelserna i 1—4 § i detta kapitel tillämpas inte på sådan offentlig handel med värdepapper i fråga om vilken

- 1) en emittent förvärvar egna aktier i enlighet med förordningar som Europeiska gemenskapernas kommission utfärdat med stöd av artikel 8 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk),
- 2) ett värdepappersföretag eller kreditinstitut stabiliserar priset på värdepapper i enlighet med förordningar som Europeiska gemenskapernas kommission utfärdat med stöd av artikel 8 i Europaparlamentets och rådets direktiv 2003/6/EG om insiderhandel och otillbörlig marknadspåverkan (marknadsmissbruk).«

Strafflagens definition af intern viden og afgrænsningen af de omfattede værdipapirer er identisk med värdepappersmarknadslagen. Derimod forudsætter anvendelse af strafflagens regler om misbrug af intern viden, at der er handlet forsætligt eller groft uagtsomt, og at der forelægger »vinningssyfte«. Overtrædelse af reglerne i strafflagen kan medføre bøde eller fængselsstraf op til 2 år.

Det finske forbuds anvendelsesområde

Forbuddet mod insiderhandel i 5. kapitel, § 2 i den finske värdepappersmarknadslagen sonder mellem primære og sekundære insidere.

Insiderförbuddet i kapitel 51, § 1 i den finske straffelov gælder for enhver (den som...utnyttjar insiderinformation).⁹⁶

Anvendelsesområdet for de finske regler i värdepappersmarknadslagen⁹⁷ er afgrænset i kapitel 1, 1 §, hvoraf følger, at bestemmelserne om insiderhandel finder anvendelse på værdipapirer optaget på et reguleret marked i Finland, eller hvor der foreligger en ansøgning om sådan optagelse. Desuden finder reglerne også anvendelse på værdipapirer optaget på et reguleret marked inden for EØS, eller hvor der foreligger en ansøgning om sådan optagelse, såfremt »*affärstransaktioner avseende värdepapperen företas i Finland*«⁹⁸.

Anvendelsesområdet for de strafferetlige regler i strafflagen⁹⁹ er de samme som for reglerne i »värdepappersmarknadslagen«, jf. strafflagen 6 §.

⁹⁶ Lag om ändring av strafflagen 51. Kap 1 §.

⁹⁷ Lag om ändring av värdepappersmarknadslagen 1 Kap 1§.

⁹⁸ Regeringens proposition 137/2004, side 51.

⁹⁹ Lag om ändring av strafflagen 6 §.

Kapitel 5, § 2 i den finske värdepappersmarknadslagen vedrører

»för egen eller någon annans räkning direkt eller indirekt förvärva eller överlåta sådana värdepapper som informationen gäller, eller direkt eller indirekt råda någon i handel med sådana värdepapper.«¹⁰⁰

I kapitel 51, § 1 i den finske strafflagen har forbuddet stort set samme ordlyd som värdepappersmarknadslagen. Den eneste forskel er en udeladelse af det første »*direkt eller indirekt*«. ¹⁰¹

I bemærkningerne til det finske lovforslag er følgende anført om ovennævnte forskel:

»Förbjudna tillvägagångssätt är i motsvarighet till den nuvarande strafflagen förvärv och överlåtelse av värdepapper för egen eller för någon annans räkning samt direkta eller indirekta råd till någon i handel med värdepapper. Uttrycket direkt eller indirekt ändrar inte strafflagens nuvarande förbud mot att förvärva eller överlåta värdepapper för egen eller för någon annans räkning.«¹⁰²

¹⁰⁰ Lag om ändring av värdepappermarknadslagen 5. Kapitel 2 §.

¹⁰¹ Lag om ändring av strafflagen 1§.

¹⁰² Regeringens proposition 137/2004.

England

I England har der siden 2000 været to separate regelsæt om insiderhandel. Et strafferetligt sanktioneret regelsæt, der findes i Criminal Justice Act 1993 (CJA 1993), og et administrativt sanktioneret regelsæt, der blev indført med Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA 2000). Det engelske finanstilsyn (FSA) har i henhold til FSMA 2000 section 119 udstedt Code of Market Conduct (CMC). CMC indeholder supplerende retningslinjer for, hvad der er omfattet af reglerne om markedsmisbrug i FSMA.

Gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet har medført ændringer i de gældende regler om insiderhandel, først og fremmest de administrativt sanktionerede regler i FSMA 2000 og i de vejledende retningslinjer i CMC. Ændringerne er gennemført ved Statutory Regulation No. 381/2005 – The Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 (FSMA Regulations 2005) samt ved FSA's ændring af CMC. Ændringerne er trådt i kraft den 1. juli 2005. Reglerne i FSMA 2000 er efterfølgende ændret i Statutory Instruments No. 1439/2008. CMC er ligeledes flere gange ændret efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet i 2005.

Det engelske tilsyn, The Financial Services Authority, har i sin Code of Market Conduct defineret »insider trading« som »trading on the basis of inside information« og anfører herom:

»1.3.4.: In the opinion of the FSA, if the inside information is the reason for, or a material influence on, the decision to deal or attempt to deal, that indicates that the person's behaviour is "on the basis of" inside information.«

De strafferetlige regler om insiderhandel findes i CJA 1993 section 52. Section 54-60 indeholder definitioner. Section 53 indeholder en række generelle undtagelser (defences) knyttet til forbuddet. Derudover er der fastlagt særlige undtagelser (defences) i Schedule 1 til CJA 1993.

»Part V

INSIDER DEALING

The offence of insider dealing

- The offence.
- 52.—(1) An individual who has information as an insider is guilty of insider dealing if, in the circumstances mentioned in subsection (3), he deals in securities that are price-affected securities in relation to the information.
- (2) An individual who has information as an insider is also guilty of insider dealing if—
- (a) he encourages another person to deal in securities that are (whether or not that other knows it) price-affected securities in relation to the information, knowing or having reasonable cause to believe that the dealing would take place in the circumstances

mentioned in subsection (3); or
(b) he discloses the information, otherwise than in the proper performance of the functions of his employment, office or profession, to another person.

(3) The circumstances referred to above are that the acquisition or disposal in question occurs on a regulated market, or that the person dealing relies on a professional intermediary or is himself acting as a professional intermediary.

(4) This section has effect subject to section 53.

Defences.

53.—(1) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of dealing in securities if he shows—

- (a) that he did not at the time expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information in question was price-sensitive information in relation to the securities, or
- (b) that at the time he believed on reasonable grounds that the information had been disclosed widely enough to ensure that none of those taking part in the dealing would be prejudiced by not having the information, or
- (c) that he would have done what he did even if he had not had the information.

(2) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of encouraging another person to deal in securities if he shows—

- (a) that he did not at the time expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information in question was price-sensitive information in relation to the securities, or
- (b) that at the time he believed on reasonable grounds that the information had been or would be disclosed widely enough to ensure that none of those taking part in the dealing would be prejudiced by not having the information, or
- (c) that he would have done what he did even if he had not had the information.

(3) An individual is not guilty of insider dealing by virtue of a disclosure of information if he shows—

- (a) that he did not at the time expect any person, because of the disclosure, to deal in securities in the circumstances mentioned in subsection (3) of section 52; or
- (b) that, although he had such an expectation at the time, he did not expect the dealing to result in a profit attributable to the fact that the information was price-sensitive information in relation to the securities.

(4) Schedule 1 (special defences) shall have effect.

(5) The Treasury may by order amend Schedule 1.

(6) In this section references to a profit include references to the avoidance of a loss.

Securities to which Part V applies. 54.—(1) This Part applies to any security which—
(a) falls within any paragraph of Schedule 2; and
(b) satisfies any conditions applying to it under an order made by the Treasury for the purposes of this subsection; and in the provisions of this Part (other than that Schedule) any reference to a security is a reference to a security to which this Part applies.

(2) The Treasury may by order amend Schedule 2.

"Dealing" securities. in 55.—(1) For the purposes of this Part, a person deals in securities if—
(a) he acquires or disposes of the securities (whether as principal or agent); or
(b) he procures, directly or indirectly, an acquisition or disposal of the securities by any other person.

(2) For the purposes of this Part, "acquire" , in relation to a security, includes—
(a) agreeing to acquire the security; and
(b) entering into a contract which creates the security.

(3) For the purposes of this Part, "dispose" , in relation to a security, includes—
(a) agreeing to dispose of the security; and
(b) bringing to an end a contract which created the security.

(4) For the purposes of subsection (1), a person procures an acquisition or disposal of a security if the security is acquired or disposed of by a person who is—
(a) his agent,
(b) his nominee, or
(c) a person who is acting at his direction, in relation to the acquisition or disposal.

(5) Subsection (4) is not exhaustive as to the circumstances in which one person may be regarded as procuring an acquisition or disposal of securities by another.

"Inside information", 56.—(1) For the purposes of this section and section 57, "inside information" means information which—

etc. (a) relates to particular securities or to a particular issuer of securities or to particular issuers of securities and not to securities generally or to issuers of securities generally;
(b) is specific or precise;
(c) has not been made public; and
(d) if it were made public would be likely to have a significant effect on the price of any securities.

(2) For the purposes of this Part, securities are "price-affected securities" in relation to inside information, and inside information is "price-sensitive information" in relation to securities, if and only if the information would, if made public, be likely to have a significant effect on the price of the securities.

(3) For the purposes of this section "price" includes value.

"Insiders". 57.—(1) For the purposes of this Part, a person has information as an insider if and only if—
(a) it is, and he knows that it is, inside information, and
(b) he has it, and knows that he has it, from an inside source.

(2) For the purposes of subsection (1), a person has information from an inside source if and only if—
(a) he has it through—
(i) being a director, employee or shareholder of an issuer of securities; or
(ii) having access to the information by virtue of his employment, office or profession; or
(b) the direct or indirect source of his information is a person within paragraph (a).

Information "made public". 58.—(1) For the purposes of section 56, "made public" , in relation to information, shall be construed in accordance with the following provisions of this section; but those provisions are not exhaustive as to the meaning of that expression.

(2) Information is made public if—
(a) it is published in accordance with the rules of a regulated market for the purpose of informing investors and their professional advisers;
(b) it is contained in records which by virtue of any enactment are open to inspection by the public;
(c) it can be readily acquired by those likely to deal in any securities—
(i) to which the information relates, or
(ii) of an issuer to which the information relates; or
(d) it is derived from information which has been made public.

- (3) Information may be treated as made public even though—
- (a) it can be acquired only by persons exercising diligence or expertise;
 - (b) it is communicated to a section of the public and not to the public at large;
 - (c) it can be acquired only by observation;
 - (d) it is communicated only on payment of a fee; or
 - (e) it is published only outside the United Kingdom.

"Professional intermediary".

59.—(1) For the purposes of this Part, a "professional intermediary" is a person—

- (a) who carries on a business consisting of an activity mentioned in subsection (2) and who holds himself out to the public or any section of the public (including a section of the public constituted by persons such as himself) as willing to engage in any such business; or
- (b) who is employed by a person falling within paragraph (a) to carry out any such activity.

(2) The activities referred to in subsection (1) are—

- (a) acquiring or disposing of securities (whether as principal or agent); or
- (b) acting as an intermediary between persons taking part in any dealing in securities.

(3) A person is not to be treated as carrying on a business consisting of an activity mentioned in subsection (2)—

- (a) if the activity in question is merely incidental to some other activity not falling within subsection (2); or
- (b) merely because he occasionally conducts one of those activities.

(4) For the purposes of section 52, a person dealing in securities relies on a professional intermediary if and only if a person who is acting as a professional intermediary carries out an activity mentioned in subsection (2) in relation to that dealing.

Other interpretation provisions.

60.—(1) For the purposes of this Part, "regulated market" means any market, however operated, which, by an order made by the Treasury, is identified (whether by name or by reference to criteria prescribed by the order) as a regulated market for the purposes of this Part.

(2) For the purposes of this Part an "issuer" , in relation to any securities, means any company, public sector body or individual by which or by whom the securities

have been or are to be issued.

(3) For the purposes of this Part—

(a) "company" means any body (whether or not incorporated and wherever incorporated or constituted) which is not a public sector body; and

(b) "public sector body" means—

(i) the government of the United Kingdom, of Northern Ireland or of any country or territory outside the United Kingdom;

(ii) a local authority in the United Kingdom or elsewhere;

(iii) any international organisation the members of which include the United Kingdom or another member state;

(iv) the Bank of England; or

(v) the central bank of any sovereign State.

(4) For the purposes of this Part, information shall be treated as relating to an issuer of securities which is a company not only where it is about the company but also where it may affect the company's business prospects.«

Overtrædelse af reglerne i CJA 1993 kan medføre bøde eller fængselsstraf op til 7 år.

De strafferetlige regler i CJA 1993 suppleres som nævnt af administrativt sanktionerede regler om markedsmisbrug i FSMA 2000. Ved overtrædelse af reglerne i FSMA 2000 kan der pålægges administrative bøder (»penalties«) eller gives en offentlig påtale, jf. FSMA 2000 section 123. I sager, hvor der benyttes administrative sanktioner, har tiltalte i henhold til section 127(4) ret til at begære sagen overdraget til behandling hos Financial Services and Markets Tribunal.

FSMA 2000 section 118 indeholder en samlet definition af begrebet markedsmisbrug. Direktivets definitioner af insiderhandel og kursmanipulation er indarbejdet i section 118. Direktivets definition af insiderhandel findes i section 118(2). Section 118(3) indeholder direktivets videregivelsesforbud, mens direktivets definitioner af kursmanipulation genfindes i section 118(5)-(7). De direktivbestemte regler finder anvendelse på adfærd i tilknytning til værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked.

Samtidigt videreføres den eksisterende definition af insiderhandel og »regular user test« fra FSMA 2000. Bestemmelserne herom findes efter gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet nu i FSMA section 118(4). Section 118(4) finder kun anvendelse på forhold, der ikke falder ind under de direktivbestemte regler i section 118(2)-(3), og kun på handel med værdipapirer, der er optaget til handel på et anerkendt marked i UK.

Med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet sker der en nyaffattelse af definitionen af markedsmisbrug i FSMA section 118. Nyaffattelsen fremgår af Schedule 2 til FSMA Regulations 2005. FSMA section 118(9) og 118A(6) er efterfølgende ændret i Statutory Instruments No. 1439/2008.

»118 Market abuse

(1) For the purposes of this Act, market abuse is behaviour (whether by one person alone or by two or more persons jointly or in concert) which—

(a) occurs in relation to—

(i) qualifying investments admitted to trading on a prescribed market,

(ii) qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made, or

(iii) in the case of subsection (2) or (3) behaviour, investments which are related investments in relation to such qualifying investments, and

(b) falls within any one or more of the types of behaviour set out in subsections (2) to (8).

(2) The first type of behaviour is where an insider deals, or attempts to deal, in a qualifying investment or related investment on the basis of inside information relating to the investment in question.

(3) The second is where an insider discloses inside information to another person otherwise than in the proper course of the exercise of his employment, profession or duties.

(4) The third is where the behaviour (not falling within subsection (2) or (3))—

(a) is based on information which is not generally available to those using the market but which, if available to a regular user of the market, would be, or would be likely to be, regarded by him as relevant when deciding the terms on which transactions in qualifying investments should be effected, and

(b) is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market.

(5) The fourth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade (otherwise than for legitimate reasons and in conformity with accepted market practices on the relevant market) which—

(a) give, or are likely to give, a false or misleading impression as to the supply of, or demand for, or as to the price of, one or more qualifying investments, or

(b) secure the price of one or more such investments at an abnormal or artificial level.

(6) The fifth is where the behaviour consists of effecting transactions or orders to trade which employ fictitious devices or any other form of deception or contrivance.

(7) The sixth is where the behaviour consists of the dissemination of information by any means which gives, or is likely to give, a false or misleading impression as to a qualifying investment by a person who knew or could reasonably be expected to have known that the information was false or misleading.

(8) The seventh is where the behaviour (not falling within subsection (5), (6) or (7))—

(a) is likely to give a regular user of the market a false or misleading impression as to the supply of, demand for or price or value of, qualifying investments, or

(b) would be, or would be likely to be, regarded by a regular user of the market as behaviour that would distort, or would be likely to distort, the market in such an investment, and the behaviour is likely to be regarded by a regular user of the market as a failure on the part of the person concerned to observe the standard of behaviour reasonably expected of a person in his position in relation to the market.

(9) Subsections (4) and (8) and the definition of “regular user” in section 130A(3) cease to have effect on 31 December 2009 and subsection (1)(b) is then to be read as no longer referring to those subsections.

118A Supplementary provision about certain behaviour

(1) Behaviour is to be taken into account for the purposes of this Part only if it occurs—

(a) in the United Kingdom, or

(b) in relation to —

(i) qualifying investments which are admitted to trading on a prescribed market situated in, or operating in, the United Kingdom,

(ii) qualifying investments for which a request for admission to trading on such a prescribed market has been made, or

(iii) in the case of section 118(2) and (3), investments which are related investments in relation to such qualifying investments.

(2) For the purposes of subsection (1), as it applies in relation to section 118(4) and (8), a prescribed market accessible electronically in the United Kingdom is to be treated as operating in the United Kingdom.

(3) For the purposes of section 118(4) and (8), the behaviour that is to be regarded as occurring in relation to qualifying investments includes behaviour which—

(a) occurs in relation to anything that is the subject matter, or whose price or value is expressed by reference to the price or value of the qualifying investments, or

(b) occurs in relation to investments (whether or not they are qualifying investments) whose subject matter is the qualifying investments.

(4) For the purposes of section 118(7), the dissemination of information by a person acting in the capacity of a journalist is to be assessed taking into account the codes governing his profession unless he derives, directly or indirectly, any advantage or profits from the dissemination of the information.

(5) Behaviour does not amount to market abuse for the purposes of this Act if—

(a) it conforms with a rule which includes a provision to the effect that behaviour conforming with the rule does not amount to market abuse,

(b) it conforms with the relevant provisions of Commission Regulation (EC) No 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments, or

(c) it is done by a person acting on behalf of a public authority in pursuit of monetary policies or policies with respect to exchange rates or the management of public debt or foreign exchange reserves.

(6) Subsections (2) and (3) cease to have effect on 31 December 2009.

118B Insiders

For the purposes of this Part an insider is any person who has inside information—

(a) as a result of his membership of an administrative, management or supervisory body of an issuer of qualifying investments,

(b) as a result of his holding in the capital of an issuer of qualifying investments,

(c) as a result of having access to the information through the exercise of his employment, profession or duties,

(d) as a result of his criminal activities, or

(e) which he has obtained by other means and which he knows, or could reasonably be expected to know, is inside information.

118C Inside information

(1) This section defines “inside information” for the purposes of this Part.

(2) In relation to qualifying investments, or related investments, which are not commodity derivatives, inside information is information of a precise nature which—

(a) is not generally available,

(b) relates, directly or indirectly, to one or more issuers of the qualifying investments or to one or more of the qualifying investments, and

(c) would, if generally available, be likely to have a significant effect on the price of the qualifying investments or on the price of related investments.

(3) In relation to qualifying investments or related investments which are commodity derivatives, inside information is information of a precise nature which—

(a) is not generally available,

(b) relates, directly or indirectly, to one or more such derivatives, and

(c) users of markets on which the derivatives are traded would expect to receive in accordance with any accepted market practices on those markets.

(4) In relation to a person charged with the execution of orders concerning any qualifying investments or related investments, inside information includes information conveyed by a client and related to the client’s pending orders which—

(a) is of a precise nature,

(b) is not generally available,

(c) relates, directly or indirectly, to one or more issuers of qualifying investments or to one or more qualifying investments, and

(d) would, if generally available, be likely to have a significant effect on the price of those qualifying investments or the price of related investments.

(5) Information is precise if it—

(a) indicates circumstances that exist or may reasonably be expected to come into existence or an event that has occurred or may reasonably be expected to occur, and

(b) is specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of Those circumstances or that event on the price of qualifying investments or related investments.

(6) Information would be likely to have a significant effect on price if and only if it is information of a kind which a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his investment decisions.

(7) For the purposes of subsection (3)(c), users of markets on which investments in commodity derivatives are traded are to be treated as expecting to receive information relating directly or indirectly to one or more such derivatives in accordance with any accepted market practices, which is —

(a) routinely made available to the users of those markets, or

(b) required to be disclosed in accordance with any statutory provision, market rules, or contracts or customs on the relevant underlying commodity market or commodity derivatives market.

(8) Information which can be obtained by research or analysis conducted by, or on behalf of, users of a market is to be regarded, for the purposes of this Part, as being generally available to them.

2.—(1) Section 119 (the code) is amended as follows.

(2) In subsection (2), after paragraph (c), insert—

“(d) descriptions of behaviour that are accepted market practices in relation to one or more specified markets;

(e) descriptions of behaviour that are not accepted market practices in relation to one or more specified markets.”.

(3) After subsection (2), insert—

“(2A) In determining, for the purposes of subsections (2)(d) and (2)(e) or otherwise, what are and what are not accepted market practices, the Authority must have regard to the factors and procedures laid down in Articles 2 and 3 respectively of Commission Directive 2004/72/EC of 29 April 2004 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council.”.

3. After section 130 (guidance), insert—

“130A Interpretation and supplementary provision

(1) The Treasury may by order specify (whether by name or description)—

(a) the markets which are prescribed markets for the purposes of specified provisions of this Part, and

(b) the investments that are qualifying investments in relation to the prescribed markets.

(2) An order may prescribe different investments or descriptions of investment in relation to different markets or descriptions of market.

(3) In this Part—

“accepted market practices” means practices that are reasonably expected in the financial market or markets in question and are accepted by the Authority or, in the case of a market situated in another EEA State, the competent authority of that EEA State within the meaning of Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse), “behaviour” includes action or inaction, “dealing”, in relation to an investment, means acquiring or disposing of the investment whether as principal or agent or directly or indirectly, and includes agreeing to acquire or dispose of the investment, and entering into and bringing to an end a contract creating it, “investment” is to be read with section 22 and Schedule 2, “regular user”, in relation to a particular market, means a reasonable person who regularly deals on that market in investments of the kind in question, “related investment”, in relation to a qualifying investment, means an investment whose price or value depends on the price or value of the qualifying investment.

(4) Any reference in this Act to a person engaged in market abuse is to a person engaged in market abuse either alone or with one or more other persons.«.

Af FSMA 2000 section 118(2) fremgår det, at den adfærd der forbydes, er handel på baggrund af den interne viden (»on the basis of inside information relating to the investment in question«).

Det engelske forbuds anvendelsesområde

I forbuddet mod insiderhandel i CJA 1993, section 52, skal man have »*information as an insider*« for at være omfattet af forbuddet.¹⁰³ I CJA 1993, section 57, er det defineret, hvornår man har »*information as an insider*«:

¹⁰³ Criminal Justice Act 1993, Part V section 52.

I de direktivbestemte regler i FSMA Regulations 2005, section 118(2), skal man være insider for at være omfattet af forbuddet mod insiderhandel.¹⁰⁴ Definitionen af insidere findes i section 118B og her skelnes mellem primære og sekundære insidere som i markedsmisbrugsdirektivet.¹⁰⁵

De ikke-direktivbestemte regler i FSMA Regulations 2005, section 118(4), gælder for enhver.¹⁰⁶

De strafferetlige regler i Criminal Justice Act¹⁰⁷ finder anvendelse på »securities«. Dette begreb er defineret i Schedule 2 til CJA og omfatter »*shares, debt securities, warrants, depositary receipts, options, futures, contract for differences*«.

Af CJA Section 52 (3) fremgår, at det er en forudsætning for forbuddets anvendelse, at erhvervelsen eller afhændelsen er sket på et reguleret marked, eller at transaktionen er gennemført af eller via en værdipapirhandler.

Forbuddets geografiske område er afgrænset i Section 62, hvoraf fremgår, at reglerne kun finder anvendelse på regulerede markeder i UK.

De administrative regler finder i henhold til FSMA section 118¹⁰⁸ anvendelse på »*qualifying investments admitted to trading on a prescribed market*« og »*qualifying investments in respect of which a request for admission to trading on such a market has been made*« og »*related investments*«.

I Criminal Justice Act 1993 section 52 (CJA 1993) vedrører insiderhandel handel med værdipapirer (if he deals in securities). Det er yderligere et krav, at handlen skal ske på et reguleret marked eller via en professionel formidler (»...*the acquisition or disposal in question occurs on a regulated market, or that the person dealing relies on a professional intermediary or is himself acting as a professional intermediary*«).¹⁰⁹

I de direktivbestemte regler i FSMA Regulations 2005, section 118(2), vedrører forbuddet mod insiderhandel handel eller forsøg herpå (deals, or attempts to deal).¹¹⁰

De ikke-direktivbestemte regler i FSMA Regulations 2005, section 118(4), vedrører adfærd baseret på ikke tilgængelig information (behaviour based on information which is not generally available), der ikke falder ind under de direktivbestemte regler.¹¹¹ Der er tale om en videreførelse af de tidligere regler, der skal supplere de direktivbestemte regler i det omfang, de tidligere regler var bredere end de direktivbestemte regler.¹¹²

¹⁰⁴ Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 Schedule 2 1.

¹⁰⁵ Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 Schedule 2 1.

¹⁰⁶ Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 Schedule 2 1.

¹⁰⁷ Criminal Justice Act 1993, Part V og Criminal Justice Act 1993 Schedule 2 .

¹⁰⁸ Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 Schedule 2 1.

¹⁰⁹ Criminal Justice Act 1993, Part V section 52.

¹¹⁰ Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 Schedule 2 1.

¹¹¹ Financial Services and Markets Act 2000 (Market Abuse) Regulations 2005 Schedule 2 1.

¹¹² UK Implementation of the EU Market Abuse Directive s. 15-16.

Tilsynsmyndigheden FSA har i en meddelelse om lovlig adfærd ved større handler oplyst, at det ikke strider imod forbuddet mod videregivelse at foretage en selektiv underretning til visse markedsdeltagere for at vurdere, hvordan en større aktiepost kan afsættes, selv om oplysningerne kan udgøre intern viden. FSA stiller ikke krav om, at den interne viden offentliggøres, før handlen gennemføres med de pågældende markedsdeltagere og accepterer således, at handler kan gennemføres ved informationsparitet uden at forholdet er omfattet af forbuddet mod insiderhandel.

Tyskland

Markedsmisbrugsdirektivet er i Tyskland gennemført ved *Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG)* en ændringslov til bl.a. den tyske værdipapirhandelslov *Wertpapierhandelsgesetz - WpHG*. Reglerne trådte i kraft den 30. oktober 2004. Ved gennemførelsen blev forbuddet ændret fra at vedrøre *Ausnutzung* til *Verwendung* af intern viden, jf. nedenfor.

Forbuddet mod insiderhandel findes i den tyske værdipapirhandelslovs § 14:

»§ 14

Verbot von Insidergeschäften

(1) Es ist verboten,

1. unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern,
2. einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder gänglich zu machen,
3. einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb der die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.

(2) Der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Maßnahmen zur Stabilisierung des Preises von Finanzinstrumenten stellen in keinem Fall einen Verstoß gegen das Verbot des Absatzes 1 dar, soweit diese nach Maßgabe der Vorschriften der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen (ABl. EU Nr. L 336 S. 33) erfolgen. Für Finanzinstrumente, die in den Freiverkehr oder in den geregelten Markt einbezogen sind, gelten die Vorschriften der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 entsprechend.

/

Section 14

Prohibition of insider dealing

(1) It is prohibited

1. to make use of inside information to acquire or dispose of insider securities for own account or for the account or on behalf of a third party;
2. to disclose or make available inside information to a third party without the authority to do so or

3. to recommend, on the basis of inside information, that a third party acquire or dispose of insider securities, or to otherwise induce a third party to do so.

(2) Trading with own shares within the framework of a buy-back programme and price stabilisation measures for financial instruments shall in no case constitute a contravention of the prohibition pursuant to subsection (1), provided that this is performed in compliance with the provisions of Commission Regulation no. 2273/2003 of 22 December 2003 implementing Directive 2003/6/EC of the European Parliament and the Council - as regards exemptions for buy-back programmes and stabilisation of financial instruments (OJ EC no. L 336 p. 33). For financial instruments included in the regulated unofficial market (Freiverkehr) or regulated market (Geregelter Markt), the provisions of Commission Regulation no. 2273/2003 apply accordingly.«

Af bestemmelsen fremgår bl.a., at det er forbudt at anvende intern viden til for egen eller fremmed regning at erhverve eller afhænde værdipapirer.

Af bemærkningerne til lovforslaget, der lå til grund for ændringsloven, er knyttet følgende bemærkning til [den ændrede bestemmelse]:

»Es wird [...] nicht mehr darauf abgestellt, dass die Kenntnis einer Insiderinformation ausgenutzt wird. Maßgebend ist, dass eine Insiderinformation verwendet wird. Der Begriff „Ausnutzen“ führte in der Vergangenheit zu erheblichen Schwierigkeiten bei der Beweisführung, weil er als zweckgerichtetes Handeln zu verstehen ist. Zudem wurde das „Ausnutzen“ als Alleinstellungsmerkmal interpretiert und führte bei Hinzutreten weiterer, oft kaum zu widerlegender Motive des Täters, zur Straflosigkeit. Der Begriff „Verwendung“ macht deutlich, dass ein solches subjektiv ausgerichtetes Handeln nicht mehr verlangt wird. Der Zweck des Handelns, zum Beispiel die Erlangung eines wirtschaftlichen Vorteils, findet damit nicht mehr im Tatbestand, sondern nur noch bei der Straf- bzw. Bußgeldzumessung Berücksichtigung. Ungeachtet dessen muss der Täter, um den Tatbestand zu erfüllen, die Information in sein Handeln mit einfließen lassen.«¹¹³

Det anføres således om bestemmelsen, at der ikke længere stilles krav om, at den interne viden udnyttes (*Ausnutzung*). Det afgørende er i stedet, om den interne viden anvendes (*Verwendung*). Ændringen er begrundet med, at det tidligere krav om, at den interne viden skulle udnyttes, skabte store bevisvanskeligheder. Af bemærkningerne fremgår endvidere, at formålet med handlen ikke har betydning for, om gerningsindholdet er opfyldt, men at dette alene kan tillægges betydning ved strafudmålingen. Dog er det en betingelse for, at gerningsindholdet er opfyldt, at personen har ladet den interne viden indgå i grundlaget for sin beslutning om at handle.

Det tyske finanstilsyn, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, har i sin Emittentenleitfaden beskrevet kravet om ”verwendung” af den interne viden sådan:

»III.2.2.1.2. Verwendung von Insiderinformationen

Der Erwerb oder die Veräußerung eines Insiderpapiers erfüllt nur dann den Verbotstatbestand, wenn Insiderinformationen verwendet werden. Der Insider verwendet

¹¹³ Gesetzentwurf – Drucksache 15/3174, s. 34.

Insiderinformationen, wenn er in Kenntnis der Information handelt und dabei die Information in sein Handeln mit einfließen lässt.«

/

»III.2.2.1.2. Using inside information

Acquisition or disposal of insider securities is only prohibited if inside information is used in doing so. 'Using' inside information refers to the actions of an insider, who is aware of such information and employs it for the purposes of his actions.«

I tysk ret skal den interne viden således have haft indflydelse på insiderens handling, altså beslutningen om at handle, for at der vil være tale om benyttelse.

I det tyske Finanstilsyns Emittentenleitfaden er der beskrevet en række situationer, hvor der ikke sker benyttelse af den interne viden (her gengivet fra den officielle engelske oversættelse):

»III.2.2.1.4. No use of inside information

To 'use' inside information, an offender must employ such information for the purposes of buying or selling insider securities. Specifically, this requirement has had the following impact on the legal situation prior to the AnSVG coming into force:

III.2.2.1.4.1. Realisation of collateral by a lender

A bank extending a loan, having accepted insider securities as collateral, and wishing to realise such collateral after the loan has become impaired, generally does not use inside information, provided that it would have entered into the transaction at the same terms, had they been aware of the information. This also applies where acting persons had access to inside information. The realisation of collateral does not damage the confidence of market participants in the operability of the capital markets. In fact, if the realisation of collateral constituted use of inside information, the provider of collateral could easily prevent such realisation by intentionally disclosing inside information to the recipient.

III.2.2.1.4.2. Acquisition of a stake following due diligence

Investors who intend to acquire a larger equity stake (below the 30 percent threshold for a controlling stake) usually conduct a 'due diligence' process, prior to acquisition, in order to assess the risk associated with their investment. Although a potential acquirer may gain access to inside information during this process, an assessment of whether a punishable offence has been committed under section 14 of the WpHG must take into account the protection purpose of this penal provision. As set out in Consideration 3 of the Insider Directive (89/592/EEC), and in Consideration 13 of the Market Abuse Directive, the purpose of insider legislation is to protect public confidence in the integrity and the smooth functioning of capital markets. Such smooth functioning might be impaired, for example, where individual market participants enjoy unfair advantages compared to others, as a result of having exclusive access to information. In the case of stakes acquired outside the stock exchange, where both the acquirer and the seller of the stake have identical information (following due diligence), this protection is unaffected, provided that the acquirer purchases the stake as planned prior to the due diligence process. Therefore, such acquisition is not subject to section 14 of the WpHG, even though inside information obtained in the course of the due diligence may be used. However, any 'alongside purchases', in addition to the stake originally planned, constitute a punishable use of inside information. In essence, the legal situation in this context has not changed as a result of the AnSVG coming into force.

III.2.2.1.4.3. Takeover/acquisition of a controlling stake

The takeover of companies, or the acquisition of a controlling stake exceeding 30 percent of a company's voting rights (as defined in section 29 (2) of the German Securities Acquisition and Takeover Act (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – "WpÜG")) must be assessed along the lines of the acquisition of other stakes, following a due diligence process. Hence, the legal situation as described above has remained unchanged. During the due diligence process, the bidder will also potentially gain access to inside information which it may use for the purposes of the planned acquisition. However, if the bidder changes the takeover offer after gaining access to inside information (as outlined in above), this may constitute punishable insider trading – even in the event of a controlling stake being acquired – since the necessary transparency is withheld from the market. Consideration 29 to the Market Abuse Directive, according to which the use of inside information in the context of a public takeover offer should not be deemed in itself to constitute the use of inside information, therefore does not represent an exemption. The purpose of this Consideration is to avoid an impairment of the exchange of information between the bidder and the issuer, or of the conduct of takeover processes under the EU Takeover Directive (2004/25/EC), as a result of harmonising insider legislation. This has been preserved under the amended version of the WpHG: as before, target companies are generally authorised to disclose all information to the bidder, within the context of a due diligence process, even if such information may comprise inside information in individual cases. Furthermore, bidders are permitted to use such information to prepare their public takeover offer without breaching provisions of insider law. However, the submission of a public takeover offer in which the bidder uses inside information as described above, requires the prior publication of an ad-hoc disclosure pursuant to section 15 of the WpHG by the issuer. The Market Abuse Directive does not provide for an extensive exemption covering takeover law as a whole. Hence, section 14 of the WpHG is also generally applicable to transactions entered into under the WpÜG. Companies considering a takeover should therefore always ensure comprehensive and detailed documentation, incorporating each step from the planning stage right through to implementing their corporate decision.

III.2.2.1.5. Buy-back programmes and stabilisation measures

III.2.2.1.5.1. Treatment of buy-back programmes and stabilisation measures

Subject to certain requirements, the prohibition of insider trading does not extend to trading in a company's own shares within the scope of buy-back programmes or stabilisation measures. Section 14 (2) of the WpHG exempts such trading activities from the prohibition of insider trading, provided that they are conducted in line with the relevant Implementation Regulation (EC) 2273/2003. According to the provisions of this Implementation Regulation, share buy-backs are only exempt from the prohibition of insider trading if they are used to reduce the capital of an issuer; or to meet obligations arising from (i) debt financial instruments exchangeable into equity instruments (such as convertible bonds, bonds with warrants or profit-participation certificates) or (ii) employee share option programmes or other allocations of shares to employees of the issuer or to employees of an associate company. Furthermore, buy-back programmes must comply with the conditions set out in Articles 4 and 5 of the Implementation Regulation. These include the prior adequate disclosure of such buy-back programmes, further disclosure duties regarding the transaction, and several conditions for trades entered into within the scope of such programmes (predominantly regarding prices and trading volumes, plus the duration of the programme). Article 6 of the Implementation Regulation contains certain additional trading restrictions. Pursuant to Article 6 (3), however, these do not apply to 'time-scheduled' buy-back programmes, or to buybackprogrammes which are lead-managed by an investment firm or a credit institution which makes its trading decisions in relation to the issuer's shares independently of (and without being influenced by) the issuer, with regard to the timing of the purchases. The conditions for permitted stabilisation measures are set out

in Articles 8 through 10 of the Implementation Regulation. According to these provisions, stabilisation is only permitted for a limited time period of 30 days from the commencement of trading (in the case of IPOs); or from the date of adequate public disclosure of the final price of the relevant securities, and not later than 30 calendar days after the date of allotment (in the case of secondary placements). Moreover, the fact that stabilisation may be undertaken must be disclosed before the opening of the offer period. Following the end of the stabilisation period, disclosure must be made as to whether such measures were, in fact, taken. Finally, the Implementation Regulation also contains certain requirements regarding prices and trading volumes applicable to stabilisation.

III.2.2.1.5.2. Share buy-backs for other reasons

Share repurchases for other reasons than those regulated by the EU Implementation Regulation are subject to insider trading rules. For example, the Implementation Regulation does not contain provisions for cases where an enterprise decides to buy back shares with a view to subsequently using them as ‘acquisition currency’; nor does it deal with buy-backs which the enterprise intends to use for an employee share option programme, but does not wish to disclose such a programme in advance. Therefore, such transactions must be assessed on their individual merits, to ascertain whether or not they constitute illegal insider trading. Given the lack of concrete details, however, resolutions adopted by the issuer’s Management Board and Supervisory Board to propose to the annual general meeting the passing of a resolution authorising the purchase of the company’s own shares, as well as any AGM resolution passed on that basis, do not constitute inside information. Given the potential to have an effect on prices, however, the Management Board resolution to exercise such buy-back authorisation may indeed constitute inside information. It is worth noting that the actual implementation of a resolution to buy back shares does not per se involve any problems for the enterprise. In line with Consideration no. 30 to the Market Abuse Directive, the carrying-out of this acquisition should not be deemed in itself to constitute the use of inside information. However, problems may arise where the general decision to buy back shares was made, but where the company, at the time of actually placing an order, holds other inside information which is likely to have a significant positive effect on the price. In this situation, the enterprise would be acting in the knowledge of said inside information, even when implementing the buy-back programme, using such inside information in accordance with section 14 (1) no. 1 of the WpHG. Therefore, it is recommended to establish a legal obligation to acquire a quantity of shares defined in advance, over a specified period, prior to executing any transactions vis-à-vis the bank instructed with executing the buy-back programme, or with any independent third parties. Provided that the institution (or third party) so instructed makes its trading decisions in relation to the issuer’s shares independently of (and without being influenced by) the issuer – particularly with regard to the timing of the purchases – the enterprise will not risk committing an infringement should it obtain inside information during the period (e.g. prior to execution of the third or fourth order), as the legal obligation to acquire shares was established prior to taking notice of inside information. However, this is subject to the proviso that (i) the person responsible for executing individual orders does not have relevant inside information relating to the shares to be acquired; and (ii) that the enterprise’s obligation was established at a point in time where it did not possess any inside information. An enterprise may suspend a buy-back programme at any time. A company’s decision not to carry out a planned buy-back, due to having access to inside information, is not subject to prohibition, as there is no legal transaction involved. When resuming a buy-back programme, however, it is important to ensure that no inside information is available which would be used for subsequent purchases executed within the scope of the programme.«

Det fremgår altså af Bafins guidelines, at man har vurderet, at en række situationer ikke er omfattet af forbuddet, idet der ikke sker benyttelse (»use«) af den interne viden. Det fremgår særskilt af pkt. III.2.2.1.4.2, at man her fortolker forbuddet i markedsmisbrugsdirektivet ud fra direktivets formål sådan, at informationsparitet ikke kan udgøre insiderhandel, hvorimod det vil udgøre insiderhandel, såfremt man handler med en uinformeret part.

Det tyske forbuds anvendelsesområde

Det tyske forbud omfatter værdipapirer, som er omfattet af definitionen af et finansielt instrument i markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, stk. 3.

Det tyske forbud omfatter *Erwerbung* (erhvervelse) og *Veräußerung* (afhændelse) af værdipapirer.

Kronologisk fortegnelse over betænkninger

2008

- 1491 Straffelovrådets betænkning om en torturbestemmelse i straffeloven
- 1492 Betænkning om begrænsning af langvarige sigtelser og varetægtsfængsling
- 1493 Ikke offentliggjort
- 1494 Betænkning om en torturbestemmelse i straffeloven
- 1495 Evaluering af forsøg med stiftsråd
- 1496 Retshåndhævelsesarrest i sædelighedssager
- 1497 Grønlandsk – Dansk selvstyre kommissions betænkning om selvstyre i Grønland
- 1498 Betænkning om modernisering af selskabsretten

2009

- 1499 Betænkning om offentligt hasardspil i turneringsform
- 1500 Betænkning om udveksling af oplysninger indenfor den offentlige forvaltning
- 1501 Betænkning om konfliktråd
- 1502 Betænkning om visse køberetlige regler om sikkerhedsmangler
- 1503 Uddannelse og efteruddannelse af præster
- 1504 Betænkning om restaurations adgang til identitetsoplysninger på personer med restaurationsforbud
- 1505 Betænkning om administrativ udvisning af udlændinge, der må anses for en fare for statens sikkerhed
- 1506 Vi kan leve længere og sundere
- 1507 Behandling af klager over politiet
- 1508 Indsatsen mod ungdomskriminalitet
- 1509 Gennemførelse af forbrugerkreditdirektivet
- 1510 Betænkning om offentlighedsloven
- 1511 Omlægning af statens tilskud til folkekirken til bloktilskud
- 1512 Betænkning om rekonstruktion m.v.

2010

- 1513 Betænkning om optagelse og protokollering af forklaringer i straffesager
- 1514 Betænkning om farlige hunde
- 1515 Betænkning om det videnskabsetiske komitesystem i Danmark
- 1516 Betænkning om offentlige myndigheders offentliggørelse af kontrolresultater, afgørelser mv.
- 1517 Beretning om elektronisk aftaleindgåelse og handel
- 1518 Betænkning om ægtefælleskifter
- 1519 Betænkning om revision af dødsboskifteloven
- 1520 Betænkning om huseftersynsordningen

IT- og Telestyrelsen

Holsteinsgade 63, 2100 København Ø
Telefon 35 45 00 00

