

# Håndtering af intern viden i lyset af markedsmisbrugsforordningen

af STINE KRAGELUND NIELSEN og JEANETTE LADEFOGED

Afhandlingen undersøger de økonomiske rationaler for regulering af intern viden, samt hvad der forstås ved intern viden. Det analyseres desuden, hvordan intern viden håndteres efter ikrafttrædelse af markedsmisbrugsforordningen, ligesom potentielle konsekvenser af lovgivningen løbende påpeges.

Afhandlingen finder, at intern viden er en markedsfejl, som søges uskadeliggjort ved retlig intervention. Gennem dybdegående analyse af såvel lovtekster som retspraksis, udledes definitionen af intern viden-begrebet. Netop kvalificeringen af intern viden er essentiel for overholdelsen af de dertil knyttede bestemmelser, herunder offentliggørelsesforpligtelsen og insiderforbuddene, der på forskellig vis forsøger at håndtere den interne viden.

Markedsmisbrugsforordningen erstatter det hidtidige markedsmisbrugsdirektiv, og udgør derved et nyt lovgivningsmæssigt instrument, der sikrer en mere ensartet regulering af kapitalmarkedet uden nationale variationer. Med ikrafttrædelse af markedsmisbrugsforordningen indtræder offentliggørelsesforpligtelsen og insiderforbuddene samtidig, hvilket for dansk rets vedkommende medfører et skifte fra en to-trins tilgang til en et-trins tilgang. Som det vil fremgå af afhandlingen, findes dette skift ikke helt uproblematisk.

## EXECUTIVE SUMMARY

The aim of the thesis is to examine the economic rationales for regulation of inside information, to define what constitutes inside information, and to scrutinize how it is regulated according to the Market Abuse Regulation ("MAR"). In addition, the paper will focus on some of the potential consequences that derive from the regulation of inside information.

The thesis finds that sufficient information is a prerequisite to ensure the optimal functioning of the capital markets. When sufficient information is provided, the allocation of resources becomes efficient. In 1970 Eugene Fama put forward his famous hypothesis, stating that the capital markets are efficient. Accordingly, a market in which prices always "fully reflect" available information is called efficient. Since some individuals inevitably have monopolistic access to information, the prices cannot reflect this information after all. Due to this asymmetric information in the form of inside information a market failure arises. As a consequence, investors either refrain from trading, or discount the price they are willing to pay. This is ruinous for the efficient allocation of resources, which is why legal intervention is needed in order to secure the smooth functioning of securities markets and public confidence in markets.

Inside information comprises information of a precise nature, which has not been made public, relating, directly or indirectly, to one or more issuers or to one or more financial instruments, and which, if it were made public, would be likely to have a significant effect on the prices of those financial instruments. The regulation goes into further detail about the first and last mentioned criteria. Hence, information of a precise nature contains both certain and uncertain information. Further, information, which would be likely to have a significant effect on the prices of financial instruments, shall mean information a reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions. The concept of inside information is used in two different measures. Therefore, the definition on inside information matters significantly to both measures. One of these measures is the obligation to disclose inside information. This equalizes the asymmetric information. The other measure prohibits abuse of inside information. Together these measures reduce the detrimental occurrence of inside information.

Within the thesis it is found that the timing of the two measures is tied together. Once information qualifies as inside information, both the disclosure obligation and the insider bans are activated. With MAD, variations were found in the implementation of the inside information concept by national member states, including the insider bans and disclosure obligations. Since these provisions are now based on a regulation, legal certainty about the extent and content of them is created. However, the Danish shift from a two-step approach to a tie-in approach is not entirely without risk - the issuer may choose to qualify information as inside information too late. This avoids a disclosure obligation and the assessment of whether disclosure can be delayed, but results in inadequate qualification meaning that the issuer's employee is more likely to violate the ban on insider trading because the information was inside information, but it was inconvenient for the issuer to make this qualification.

## Indholdsfortegnelse

1. INTRODUKTION.....	8
1.1. Indledning.....	8
1.2. Problemformulering .....	9
1.3. Afgrænsning .....	9
1.4. Metode.....	10
2. ØKONOMISKE RATIONALER FOR REGULERING AF INTERN VIDEN .....	11
2.1. Kapitalmarkedets funktion .....	11
2.2. Det efficiente kapitalmarked .....	12
2.3. Intern viden og behovet for retlig intervention.....	14
3. FRA DIREKTIV TIL FORORDNING .....	15
4. HVAD ER INTERN VIDEN?.....	16
4.1. Specifik viden.....	17
4.1.1. Fastlæggelse af en række forhold eller en hændelse.....	17
4.1.1.1. Fortolkning af begrebet ”med rimelighed” .....	17
4.1.1.2. Tilstrækkelig præcise oplysninger.....	19
4.1.1.3. Midlertidige skridt i en langvarig proces.....	22
4.2. Ikke-offentliggjort viden.....	23
4.2.1. Subjektiv vs. objektiv vurdering .....	24
4.3. Viden om udsteder eller et finansielt instrument.....	26
4.4. Viden som mærkbart ville kunne påvirke kursen.....	26
4.4.1. Fornuftig investor testen .....	27
4.4.2. Tidspunktet for vurdering af kursrelevans .....	29
4.5. Retsvirkningerne af, at der foreligger intern viden.....	29
5. HÅNDTERING AF INTERN VIDEN Gennem OFFENTLIGGØRELSESFORPLIGTELSEN .....	30
5.1. Hensynene bag offentliggørelsesforpligtelsen.....	30
5.2. Offentliggørelse af intern viden under MAD .....	31
5.2.1. Et-trins tilgangen .....	31
5.2.2. To-trins tilgangen.....	32
5.2.3. Den danske tilgang - Realitetsgrundsætningen.....	33
5.3. Offentliggørelse af intern viden under MAR.....	34
5.3.1. Realitetsgrundsætningens ophævelse.....	34
5.3.2. Udviklingen under MAR.....	35
5.3.3. Den konkrete offentliggørelsespligt .....	37
5.3.3.1. Offentliggørelse af regnskabsoplysninger .....	38
5.4. Udsættelsesadgangen under MAR.....	40
5.4.1. Udstederens legitime interesser .....	40
5.4.2. Vildledning af offentligheden.....	42

5.4.3. Oplysningernes fortrolighed .....	42
5.4.4. Langvarig proces .....	43
5.4.5. Indskrænkning af udsættelsesadgangen .....	44
5.5. Overvejelser foranlediget af MAR .....	45
<b>6. HÅNDTERING AF INTERN VIDEN GENNEM INSIDERFORBUDDENE .....</b>	<b>46</b>
6.1. Forbud mod insiderhandel .....	47
6.1.1. Hensynene bag forbuddet mod insiderhandel .....	47
6.1.2. Forbuddet mod insiderhandel under MAD .....	47
6.1.3. Forbuddet mod insiderhandel under MAR .....	51
6.1.3.1. Forbuddets anvendelsesområde .....	51
6.1.3.2. Lovlig adfærd .....	53
6.2. Forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden .....	57
6.2.1. Hensynene bag videregivelsesforbuddet .....	57
6.2.2. Forbuddets anvendelsesområde .....	57
6.2.3. Retmæssig videregivelse af intern viden .....	57
6.2.3.1. Videregivelseskriterier .....	58
6.2.4. Konsekvens af retmæssig videregivelse af intern viden .....	60
6.2.5. Ny safe-harbour model for markedssonderinger .....	60
<b>6. KONKLUSION OG PERSPEKTIVERING .....</b>	<b>62</b>
<b>7. LITTERATURLISTE .....</b>	<b>64</b>

## 1. INTRODUKTION

### 1.1. Indledning

Det er almindeligt kendt, at købere og sælgere på et marked ikke har lige adgang til information om den vare, en sælger tilbyder en køber. Der foreligger herved en asymmetrisk distribution af information, fordi den ene part i transaktionen har mere information end den anden part.

En særlig form for asymmetrisk information forekommer, når en investor har en information, som gør ham i stand til at vurdere kursen på et værdipapir anderledes end de øvrige investorer. Denne informationsfordel medfører blandt andet, at den pågældende investor ikke er underlagt de samme risici som de øvrige aktører på markedet, hvilket skader markedets integritet og investorenes tillid.<sup>1</sup> Sikring af lige information er derved en vigtig bestanddel af et velfungerende kapitalmarked.

I markedsmisbrugsforordningen forsøger man at håndtere denne form for asymmetrisk information ved at stille særlige krav til de personer, der er i besiddelse af viden, der er specifik, ikke-offentliggjort viden, der direkte eller indirekte påvirker en udsteder eller et finansielt instrument, og som mærkbart ville kunne påvirke kursen, såfremt den blev offentliggjort. Vi taler om *intern viden*.

Lovgiver har i den forbindelse indsat to forskellige instrumenter, som er knyttet op om intern viden-begrebet – *oplysningsforpligtelsen* og *insiderforbuddene*. Disse to tæt knyttede bestemmelser tjener samme formål, men fungerer helt forskelligt. I litteraturen betegnes de derfor som en hammer og en sav, der symboliserer, at de begge kan bruges til at bygge et hus, men at huset næppe bygges optimalt, hvis man hamrer søm i med en sav.<sup>2</sup> Oplysningsforpligtelsen skal udligne asymmetrien på markedet, mens insiderforbuddene skal forbyde at en

<sup>1</sup> Markedsmisbrugsforordningen, præambelen nr. 2

<sup>2</sup> Lau Hansen, 2012, s. 5

informationsfordel udnyttes.<sup>3</sup> Tilsammen skal disse to instrumenter således sikre opretholdelsen af efficiente kapitalmarkeder.<sup>4</sup>

Det lyder temmelig enkelt, men det har vist sig, at det ikke har været helt problemfrit at lade de to bestemmelser være knyttet op om det samme intern viden-begreb. Med implementeringen af det tidligere markedsmisbrugsdirektiv har man således erfaret, at det har været svært at udforme bestemmelserne på en måde, der har medført ens ordlyd og omfang i alle EU-medlemslande. Af samme årsag var intern viden-begrebet og dets betydning for oplysningsforpligtelsen og insiderforbuddene under heftig debat ved udarbejdelsen af den nye markedsmisbrugsforordning. Forordningen trådte i kraft den 3. juli 2016, og man kan herved håbe, at målet nu er nået.

## 1.2. Problemformulering

I lyset af markedsmisbrugsforordningen<sup>5</sup> synes det ud fra ovenstående relevant at undersøge intern viden-begrebet i alle dets enkeltheder. Dette giver anledning til følgende problemformulering:

*Denne afhandling vil præsentere og analysere baggrunden for regulering af intern viden, samt hvad der forstås ved intern viden.*

*Derudover vil afhandlingen analysere, hvordan intern viden håndteres efter ikrafttrædelse af markedsmisbrugsforordningen samt påpege nogle potentielle konsekvenser, som reglerne kan foranledige i praksis.*

For at få en nærmere forståelse af retstilstanden, inddrages bidrag fra det tidligere markedsmisbrugsdirektiv<sup>6</sup> og værdipapirhandelsloven.<sup>7</sup> Nogle af disse bidrag vil vidne om de problemstillinger, som man tidligere har erfaret, og nu har forsøgt at løse.

## 1.3. Afgrænsning

Der tages forbehold for, at afhandlingens afsnit 2 i høj grad bygger på amerikansk litteratur. I den forbindelse bør det understreges, at Famas efficienshypotese er testet på det amerikanske kapitalmarked.

Efter MAR's ikrafttrædelse er intern viden-begrebets anvendelsesområde udvidet til fremover at omfatte emissionskvoter, auktionsprodukter og investeringsanalyser, ligesom området for råvarederivater er præciseret. Afhandlingen vil ikke behandle disse emner.

MAR indeholder tre forbud, der samlet set kan karakteriseres som forbuddene mod markedsmisbrug: Artikel 14 om forbud mod *insiderhandel* og *uretmæssig videregivelse af intern viden* og artikel 15 om forbud mod *markedsmanipulation* (tidligere kursmanipulation).<sup>8</sup> Mens intern viden-begrebet er et centralt element for behandlingen af såvel forbuddet mod insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden, har markedsmanipulation ikke samme tilknytning til begrebet.<sup>9</sup> Af samme årsag behandles sidstnævnte ikke.

I MAR's artikel 5 fremgår en særlig safe-harbour regel, der fritager tilbagekøbsprogrammer for forbuddene i artikel 14 og 15. Med henvisning til ovenstående afgrænsning og af hensyn til afhandlingens omfang behandles denne bestemmelse ikke.

Det bemærkes, at MAR's artikel 18 om etablering af insiderlister også er en forebyggende foranstaltning, der knytter sig til intern viden-begrebet. Grundet afhandlingens omfang behandles emnet ikke nærmere.

---

<sup>3</sup> Lau Hansen, 2001, s. 14-15

<sup>4</sup> Lau Hansen, 2012, s. 4

<sup>5</sup> Herefter benævnt: MAR

<sup>6</sup> Herefter benævnt: MAD

<sup>7</sup> Herefter benævnt: VPHL

<sup>8</sup> MAR, præambel nr. 7

<sup>9</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 34, stk. 2, 1. led

Børsnoterede selskaber omfattes af en række øvrige krav i NASDAQs udstederregler. Afhandlingen vil dog tage udgangspunkt i lovgivningen på området, og det bemærkes i den forbindelse, at NASDAQs regler ikke må stride imod loven. Af samme årsag behandles udstederreglerne udelukkende i et meget begrænset omfang, og man bør derfor være opmærksom på, at der kan være en række øvrige krav, som børsnoteerede selskaber skal overholde, uanset at disse ikke er lovreguleret.

Gennem afhandlingen vil potentielle konsekvenser af MAR løbende blive inddraget. Det skal i den forbindelse understreges, at afhandlingen ikke har til formål at udlede alle tænkelige konsekvenser, men i stedet at påpege nogle potentielle huller, man bør være opmærksom på.

Endeligt må det understreges, at enhver bestemmelse alene får gennemslagskraft, såfremt der følger nogle gennemtænkte sanktioner for overtrædelse af bestemmelsen. Sanktioner i forbindelse med brud på de behandlede regler behandles dog ikke.

#### 1.4. Metode

Denne afhandling tager afsæt i en tværfaglig tilgang, hvor den retsøkonomiske og juridiske metode kombineres til at besvare afhandlingens problemformulering.

For at forstå en retsregel er det nyttigt få en indsigt i dens formål, fordi dette er afgørende for dens indhold.<sup>10</sup> Ud fra denne retsøkonomiske tilgang, indledes afhandlingen med et redegørende afsnit omhandlende de økonomiske rationaler for regulering af intern viden. I den forbindelse anvendes et økonomisk forklaringsredskab i form af Famas hypotese om efficiente kapitalmarkeder. Fama's efficienshypotese bygger på en antagelse om, at investorer handler rationelt. Der tages således udgangspunkt i en neoklassisk teori, der har fokus på at optimere nytte. Nyttebegrebet kan defineres ved:

*”at den rationelle agent, stillet i en valgsituation, vil vælge således, at hans nytte maksimeres.”<sup>11</sup>*

For at investorer kan optimere egen nytte kræver det dog, at de har adgang til information. Netop adgangen til information er essentiel for at sikre effektive kapitalmarkeder. Såfremt de frie markeds kræfter selv er i stand til at sikre, at ressourcerne allokeres optimalt, er der intet behov for retlig intervention. Er dette ikke tilfældet, fordi der eksisterer en eller flere markedsfejl, der vil der være et behov for retlig indgriben. Afhandlingens udgangspunkt i Famas teori om efficiente kapitalmarkeder, har således til formål at tydeliggøre, hvorfor det er nødvendigt at regulere intern viden, og vil danne fundamentet for den efterfølgende analyse af retstilstanden efter MAR. De bagvedliggende økonomiske hensyn for reguleringen vil løbende blive inddraget. Af samme årsag kan afhandlingen ikke endegyldigt opdeles i en juridisk og økonomisk del.

Ud fra et juridisk perspektiv tager afhandlingen afsæt i en almindelig retsdogmatisk metode, der har til formål systematisk at beskrive og analysere de eksisterende regler for regulering af intern viden. Denne retsdogmatiske analyse af gældende ret betegnes *de lege lata*,<sup>12</sup> og bestræber sig på at udlede, hvad EU-Domstolen ville komme frem til i en potentiel tvist.

Den EU-retlige regulering af det finansielle marked tager udgangspunkt i *Lamfalussy-proceduren*, der karakteriseres som en reguleringsmetode bestående af 4 niveauer.<sup>13</sup> På niveau 1 vedtager Europa-Parlamentet og Rådet rammeloavgivningen i form af direktiver og forordninger.<sup>14</sup> MAR er i den forbindelse et udtryk for en niveau 1 tekst. På niveau 2 vedtager Kommissionen bindende reguleringsmæssige og gennemførelsesmæssige tekniske standarder, der har til formål at udfylde kravene på niveau 1.<sup>15</sup> Disse kan ligeledes opdeles i forord-

---

<sup>10</sup> Lau Hansen m.fl., 2010, s. 26

<sup>11</sup> Tvarnø, 2014, s. 487

<sup>12</sup> Tvarnø, 2014, s. 30-31

<sup>13</sup> Final Report, 15/02/2001, s. 4

<sup>14</sup> Final Report, 15/02/2001, s. 6. Dette er i overensstemmelse med TEUF art. 289

<sup>15</sup> Final Report, 15/02/2001, s. 6. Dette er i overensstemmelse med TEUF art. 290-291

ninger og direktiver. European Securities and Markets Authorities, ESMA, udarbejder udkast til disse retsakter,<sup>16</sup> og Kommissionen har alene en begrænset mulighed for at ændre de reguleringsmæssige tekniske standarder.<sup>17</sup> På niveau 3 udsteder ESMA (tidligere CESR) en række retningslinjer, der har til formål at give en vejledning af reglerne på niveau 1 og 2.<sup>18</sup> Disse retningslinjer er ikke-bindende retsakter, men man skal bestrebe sig på at efterleve dem. Endeligt fører ESMA tilsyn med medlemsstaternes efterlevelse af EU-retten på niveau 4.<sup>19</sup>

Afhandlingen forsøger at afspejle en hierarkisk opbygning af retskilderne, således at MAR er den centrale kilde til at udlede gældende ret. Herefter følger niveau 2 retsakterne og slutteligt niveau 3. Har en mere betydningsfuld retskilde ikke givet et tilstrækkeligt fortolkningsgrundlag, er mindre betydningsfulde fortolkningsbidrag således anvendt. Til nærmere forståelse og fortolkning af gældende ret er EU-Domstolens præjudicielle sager inddraget. Afhandlingen bygger derfor i et væsentligt omfang på domsanalyse.

Da reglerne nu er fastsat i en forordning, viskes tavlen ren, hvorfor den nationale regulering er sat ud af kraft. Såfremt ordlyden i alt væsentlighed er den samme, må det dog antages, at den tidligere regulering af VPHL og MAD kan anvendes som fortolkningsbidrag.

De afsnit, hvor den tidligere nationale regulering er inddraget, er der tillige foretaget en hierarkisk anvendelse af de danske retskilder. Her er VPHL den centrale retskilde. Desuden har VPHL's forarbejder, herunder bemærkninger til lovforslag samt betænkninger været anvendt til forståelse og fortolkning af reglerne, ligesom Finanstilsynets vejledninger er inddraget. Dansk retspraksis indgår desuden i afhandlingen, ligesom Finanstilsynets afgørelser og NASDAQ's Afgørelser og Udtalelser er anvendt i et begrænset omfang. Sidstnævnte kan ligeledes bidrage til afklaring af, hvilket resultat EU-Domstolen måtte finde frem til, men er alene medtaget, når de pågældende påtaler synes at være et udtryk for overtrædelse af lovregler.

Slutteligt er der taget udgangspunkt i sekundære kilder, dvs. bøger, artikler mv. I den forbindelse må det understreges, at disse alene er et udtryk for forfatterens subjektive holdning. Kilderne har dog en selvstændig værdi, fordi de bidrager til en dybere forståelse af afhandlingens afgrænsede emner.

## **2. ØKONOMISKE RATIONALER FOR REGULERING AF INTERN VIDEN**

Forinden det analyseres, hvordan man forsøger at håndtere intern viden, er det essentielt at forstå, hvorfor man overhovedet ønsker at gribe ind overfor det. Baggrunden for at regulere intern viden kan helt overordnet begrundes i et ønske om at sikre kapitalmarkedets funktion og efficiens. Tilstedeværelsen af markedsfejl bevirker dog, at kapitalmarkedet ikke er fuldt ud efficient. Asymmetrisk information i form af intern viden kan i den forbindelse være en væsentlig hindring for det efficiente kapitalmarked. Hvordan dette kommer til udtryk, vil blive behandlet nærmere i det følgende.

### **2.1. Kapitalmarkedets funktion**

Samfundet har en interesse i at sikre velfungerende kapitalmarkeder. Spørgsmålet er herefter, hvilken funktion kapitalmarkedet tjener, samt hvorvidt varetagelsen af denne funktion er effektiv. Kapitalmarkedet tjener overordnet to funktioner;<sup>20</sup> Dels fungerer kapitalmarkedet som en organiseret markedsplads mellem investorer, hvilket letter deres mulighed for at handle. Dels sikrer kapitalmarkedet allokering af kapital fra dem, der har et overskud heraf, til dem, der efterspørger kapital. Sidstnævnte er den vigtigste funktion ifølge økonomen Eugene F. Fama:

*"The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy's capital stock."*<sup>21</sup>

---

<sup>16</sup> Forordning nr. 1095/2010, art. 10 og 15

<sup>17</sup> Forordning nr. 1095/2010, præambelen nr. 23

<sup>18</sup> Forordning nr. 1095/2010, art. 16

<sup>19</sup> Forordning nr. 1095/2010, art. 17

<sup>20</sup> R.B., 1983, s. 35

<sup>21</sup> Fama, 1970, s. 383

Kapitalmarkedets allokeringfunktion er en fordel for den enkelte investor, fordi det giver mulighed for at investere i stedet for at forbruge, og efterfølgende afhænde investeringen således, at der på et senere tidspunkt frigøres ressourcer til forbrug.<sup>22</sup> Desuden er allokeringfunktionen en fordel for dem, der måtte have brug for kapital, fordi det letter adgangen hertil.

Denne funktion vil dog være afhængig af, at beslutning om at investere træffes på det rette grundlag.<sup>23</sup> En investor er eksempelvis interesseret i at vide, hvilket afkast en given investering vil medføre for at kunne træffe den bedste investeringsbeslutning. Dette informationsbehov er vigtigt for en effektiv allokering af ressourcer, da en viden om afkast vil medføre, at ressourcerne allokeres dertil, hvor de bedste afkastmuligheder findes.<sup>24</sup>

Et højt informationsniveau er derfor med til at sikre, at allokeringen af ressourcer sker mest optimalt. Når ressourcerne er allokeret optimalt, vil markedets tilstand kunne betegnes som *efficient*.<sup>25</sup> Det er i den forbindelse relevant at se på, hvad der nærmere forstås ved *efficiens*.

## 2.2. Det *efficiente* kapitalmarked

På trods af kritik synes Fama's definition at være den mest anvendte til at beskrive det *efficiente* kapitalmarked. Ifølge Fama defineres det *efficiente* kapitalmarked på følgende måde:

*"A market in which prices always "fully reflect" available information is called efficient."*<sup>26</sup>

Efficiensbegrebet på kapitalmarkedet handler med andre ord om informationsmæssig *efficiens*. Hvorvidt kapitalmarkedet er informationsmæssig *efficient*, søgte Fama at besvare i 1970, da han opstillede sin berømte hypotese om, at kapitalmarkedet er *efficient*. Famas hypotese er en påstand om, at kurserne til enhver tid til fulde reflekterer al tilgængelig information.<sup>27</sup> Hvis dette er tilfældet, vil kurserne alene ændre sig, når der opstår decideret ny information, og da denne nye information ikke kendes på forhånd, vil det ikke være muligt at forudsige, hvilken vej kursen bevæger sig.<sup>28</sup> Såfremt hypotesen er korrekt, vil det derfor være meningsløst at beregne et fremtidigt afkast på en aktie, idet ingen vil have adgang til oplysninger, som ikke allerede er afspejlet i kursen. Det vil med andre ord ikke være muligt at slå markedet.

Hvorvidt kurserne til enhver tid til fulde reflekterer al tilgængelig information, afhænger af, hvad der forstås ved *tilgængelig information*. Til at teste hypotesen opstillede Fama tre typer af kategorier, indenfor hvilke markedet kan anses som informationsmæssig *efficient*; svag informationsmæssig *efficiens*, semi-stærk informationsmæssig *efficiens* samt stærk informationsmæssig *efficiens*. Denne kategorisering har til formål at lokalisere ved hvilket informationsniveau, hypotesen ikke længere holder.<sup>29</sup> Et marked kan således være *efficient* i forhold til én type af information, men kan fejle i at reflektere en anden type af information.<sup>30</sup> Såfremt markedet er informationsmæssigt *efficient* i stærk form, vil det dog ligeledes være informationsmæssigt *efficient* i svag- samt semi-stærk form.

Den svage form for *efficiens* forekommer på kapitalmarkedet, når de aktuelle kurser afspejler al *historisk* information om et givent værdipapir.<sup>31</sup> Her vil information i høj grad være tilgængeligt, idet information om eksempelvis priser i den seneste tid, sandsynligvis vil være tilgængelig for alle investorer i et marked.<sup>32</sup> Da historisk information således er tilgængelig for alle, kan det ikke betale sig at skaffe historisk information, idet denne information allerede afspejles i kurserne. Ved den semi-stærke *efficiens* afspejler kurserne al offentlig

---

<sup>22</sup> Lau Hansen, 2001, s. 68

<sup>23</sup> Lau Hansen, 2001, s. 69

<sup>24</sup> Ibid

<sup>25</sup> Lau Hansen, 2001, s. 71

<sup>26</sup> Fama, 1970, s. 383

<sup>27</sup> Fama, 1970, s. 388

<sup>28</sup> Lau Hansen, 2014, s. 70

<sup>29</sup> Ibid

<sup>30</sup> Gilson m.fl., 1984, s. 556

<sup>31</sup> Fama, 1970, s. 388

<sup>32</sup> Gilson m.fl., 1984, s. 558

tilgængelig information.<sup>33</sup> Dette er uanset, om informationen er historisk eller ej. Der kan her være tale om information i eksempelvis årsregnskaber, prospekter mv. Endeligt afspejler kurserne ved den stærke efficiens al information. Dette betyder, at intet individ har monopolistisk adgang til information, hvoraf vedkommende har en højere forventet profit ved at handle end andre aktører har.<sup>34</sup> Dette vil ikke være muligt, da kurserne allerede reflekterer denne information. Af samme årsag må dette efficiensniveau være det ideelle.

Det viser sig imidlertid, at kapitalmarkedet ikke er efficient ved alle niveauer af information. Ekstensive tests har støttet hypotesen om efficiens i den svage form.<sup>35</sup> For at teste om kapitalmarkedet er efficient i svag form har man testet historisk information i form af kendte kurser.<sup>36</sup> De fleste resultater herfra stammer fra *random walk* modellen, hvorved det blev opdaget, at mønstret for kursændringer var meget mindre systematisk end først antaget.<sup>37</sup> Påstanden om, at kurserne til enhver tid til fulde reflekterer tilgængelig information, betyder ifølge *random walk* modellen overordnet, at historiske kurser ikke har en prædiktativ evne på fremtidige kurser. Som konsekvens heraf vil det bedste bud på kursen i morgen være kursen i dag. Det vil herefter ikke være muligt ud fra tekniske analyser af historiske kurser at forudsige fremtidige kurser med det formål at opnå et overnormalt afkast, idet denne information reflekteres i kursen i dag.<sup>38</sup> Det kan dog ikke udelukkes, at der kan være anden historisk information, der vil kunne forudsige fremtidige kurser. Dette siger *random walk* modellen nemlig intet om.<sup>39</sup> For at kapitalmarkedet er efficient i svag form, skal det hverken være muligt at forudsige fremtidige kurser ud fra historiske kurser eller *anden* historisk information, idet disse informationer allerede vil være afspejlet i kursen. Det er formentlig svært at teste, om kapitalmarkedet er efficient hvad angår *anden* historisk information. De udførte tests vedrørende historiske kurser støtter imidlertid op om, at kapitalmarkedet er efficient i svag form.

Dertil har empiriske undersøgelser vist, at kapitalmarkedet er tilnærmelsesvis efficient i den semi-stærke form.<sup>40</sup> Dette medfører, at det ikke vil være muligt for analytikere at opnå et overnormalt afkast på baggrund af analyser af såvel historisk som offentlig tilgængelig information.<sup>41</sup> Undersøgelser af, hvorvidt et marked er efficient i semi-stærk form tager udgangspunkt i, hvor hurtigt aktiekurserne justerer sig efter offentliggørelse af information.<sup>42</sup> Efficienshypotesen skelner i den forbindelse ikke mellem forskellige typer af information, men for at kunne teste herpå, må man inddele information i forskellige typer af kategorier, og herefter teste hver enkelt kategori.<sup>43</sup> Ved offentliggørelse af eksempelvis årsregnskaber vil markedet være efficient i semi-stærk form, hvis kurserne øjeblikkeligt afspejler et resultat, der er anderledes end forventet. Er en udsteders resultat eksempelvis højere end forventet, vil aktiekurserne stige som følge heraf.<sup>44</sup> Går der imidlertid længere tid, inden man kan se en stigning i aktiekurserne, vil markedet som udgangspunkt ikke kunne antages at være efficient i semi-stærk form, idet hastigheden, hvormed markedet indarbejder information i kursen, er for lav.<sup>45</sup> På trods af, at der ikke på tidspunktet, hvor Fama opstillede hypotesen, fandtes undersøgelser af alle former for information, var det efter hans overbevisning de vigtigste, der blev undersøgt, og disse støttede hypotesen om, at markedet er efficient i semi-stærk form.<sup>46</sup>

Hypotesen kan dog højest sandsynligt ikke opretholdes ved efficiens i den stærke form. Det kan ikke undgås, at et individ har adgang til intern viden, som andre ikke har. Ansatte i et selskab har således fra tid til anden

---

<sup>33</sup> Fama, 1970, s. 404

<sup>34</sup> Fama, 1970, s. 409

<sup>35</sup> Fama, 1970, s. 388

<sup>36</sup> Ibid

<sup>37</sup> Kendall, 1953, s. 11

<sup>38</sup> Østergreen, 2014, s. 74

<sup>39</sup> Fama, 1970, s. 387

<sup>40</sup> Fama, 1970, s. 409

<sup>41</sup> Østergreen, 2014, s. 75

<sup>42</sup> Fama, 1970, s. 388

<sup>43</sup> Fama, 1970, s. 404

<sup>44</sup> Østergreen, 2014, s. 76

<sup>45</sup> Ibid

<sup>46</sup> Fama, 1970, s. 409



adgang til monopolistisk information omkring selskabet.<sup>47</sup> Dette betyder, at information er asymmetrisk fordelt, hvor visse aktører vil være i besiddelse af en informationsfordel i form af intern viden. Kurserne vil sandsynligvis ikke være i stand til at reflektere denne form for monopolistisk information. Det må herefter antages, at hypotesen om det efficiente kapitalmarked ikke holder fuldt ud i praksis, idet den intern viden mindsker kapitalmarkedets efficiens. Det er da også almindeligt kendt, at et marked ikke performer optimalt, hvis informationer omkring kvaliteten af et gode er asymmetrisk fordelt.<sup>48</sup> En nærmere beskrivelse af de skadelige effekter ved tilstedeværelsen af intern viden foretages nedenfor, hvor behovet for retlig intervention tillige understreges.

### 2.3. Intern viden og behovet for retlig intervention

En person, der er i besiddelse af intern viden, en såkaldt *insider*, er i stand til at vurdere kursen på et værdipapir anderledes end øvrige investorer, hvorved der skabes ulige vilkår på kapitalmarkedet. En sælger af en aktie vil eksempelvis føle sig snydt, hvis vedkommende sælger sin aktie og efterfølgende finder ud af, at køber besad en positiv intern viden om selskabet.<sup>49</sup> Fordi kurserne i markedet sandsynligvis ikke er i stand til at reflektere intern viden, har en insider mulighed for at handle til en bedre kurs end den kurs, der kan betegnes som *den rigtige kurs*. Såfremt en insider har intern viden om en positiv begivenhed, vil vedkommende have mulighed for at købe billigere end *den rigtige kurs*. Modsat vil en insider med intern viden om en negativ begivenhed have mulighed for at sælge dyrere end *den rigtige kurs*.<sup>50</sup> Insidereren kan herved med en meget lille eller helt uden risiko opnå en fortjeneste eller undgå et tab.<sup>51</sup> Denne adfærd hindrer fuld markedsgennemsigtighed, som er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle.<sup>52</sup> Som konsekvens heraf vil markedet blive mindre likvidt, idet investorerne enten vil afstå fra at handle, eller som minimum vil indregne en risikopræmie i den pris, de er villige til at betale.<sup>53</sup> Der foreligger herved et svigt på markedet. Resultatet kan blive, at selskabernes mulighed for at rejse kapital skades, og ressourceallokeringen bliver mindre effektiv.<sup>54</sup> Herved vil markedet ikke være i stand til at opfylde sin allokeringsopgave.

For at forbedre investorenes tillid til markedet, er det således væsentligt, at handel og kursfastsættelsen af værdipapirer sker på en redelig og gennemsigtig måde.<sup>55</sup> Et marked anses som gennemsigtigt, når der er adgang til information om kurser og mængder, men gennemsigtighedskriteriet omfatter tillige markedsdeltageres muligheder for at få adgang til oplysninger om udstederspecifik information.<sup>56</sup> Udstederspecifik information vil blandt andet omfatte intern viden. Udsteder har dog ikke nødvendigvis incitament til at offentliggøre denne information frivilligt.<sup>57</sup> Undladelse af at offentliggøre relevante oplysninger kan for nogle selskaber være et værktøj til at opnå succes i et konkurrencepræget miljø. Det vil eksempelvis være lettere at holde konkurrenter ude fra et profitabelt forretningsområde, hvis information herom forblev fortrolig.<sup>58</sup> Med disse markedsmæssige betragtninger kan man argumentere for, at retlig intervention er en forudsætning for at afhjælpe informationsasymmetrien og sikre effektive kapitalmarkeder.<sup>59</sup> En vis form for spilleregler på markedet, kan være med til at sikre lige vilkår, således at aktører får tillid til kapitalmarkederne.<sup>60</sup>

---

<sup>47</sup> Fama, 1970, s. 410

<sup>48</sup> Den økonomiske teori omkring informationsasymmetrier kan i høj grad tilskrives Akerlof, George A for sin artikel "The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism" fra, 1970, hvor Akerloft anvender det amerikanske brugtbilsmarked til at eksemplificere de problemer der opstår, når sælger og køber ikke har den samme information omkring en vare.

<sup>49</sup> Rose, 2003, s. 12

<sup>50</sup> Moalem, 2004, s. 1

<sup>51</sup> CESR/06-562, pkt. 1.8

<sup>52</sup> MAR, præambel nr. 7

<sup>53</sup> Lau Hansen, 2014, s. 120

<sup>54</sup> Gilotta, 2012, s. 46

<sup>55</sup> Krüger Andersen m.fl., 2014, s. 25

<sup>56</sup> Ibid

<sup>57</sup> Gilotta, 2012, s. 48

<sup>58</sup> Gilotta, 2012, s. 49

<sup>59</sup> Lau Hansen, 2012, s. 3. Se også Lau Hansen, 2001, s. 109

<sup>60</sup> Lau Hansen, 2012, s. 3

Der er flere beskyttelseshensyn bag valget om at regulere intern viden på EU niveau. Dette gælder sikring af offentlighedens tillid til markederne samt beskyttelse af markedsintegriteten. Ved markedsintegritet forstås, at markedet kan fungere efter sin hensigt.<sup>61</sup> Der henvises således til et effektivt og velfungerende marked for tilvejebringelse af og formidling af kapital. I forlængelse heraf har reguleringen derfor til formål at beskytte markedsintegriteten og forbedre investorernes tillid.<sup>62</sup> Måden hvorpå man regulerer, har dog ændret sig, hvilket vil fremgå nedenfor.

### 3. FRA DIREKTIV TIL FORORDNING

I begyndelsen af 2003 blev MAD offentliggjort, hvilket fuldførte og opdaterede de EU-retlige rammer til beskyttelse af markedsintegriteten.<sup>63</sup> Til direktivet knyttede sig en række instrumenter på niveau 2, herunder eksempelvis Kommissionens gennemførelsesdirektiv<sup>64</sup> om definitionen og offentliggørelsen af intern viden, hvis nærmere formål var at udfylde direktivets bestemmelser.

De lovgivningsrammer, der gælder for markedsmisbrug er ikke en statisk størrelse, men influeres af udviklingen i samfundet. Med dette udgangspunkt vurderede Kommissionen anvendelsen af MAD-direktivet og påpegede en række problemstillinger, der har ført til ulige vilkår og negative konsekvenser med hensyn til målet om at sikre markedsintegritet og investorbeskyttelse.<sup>65</sup> I lyset af den finansielle krise og de problemstillinger man identificerede ved MAD, fandt man det derfor nødvendigt at erstatte det hidtidige direktiv med en forordning.<sup>66</sup> I overensstemmelse hermed blev MAR fremsat af Kommissionen i 2011. Forordningen udgør et nyt lovgivningsmæssigt instrument, der har til formål at øge markedsintegriteten samt investorbeskyttelsen og samtidig sikre et fælles regelsæt og lige vilkår.<sup>67</sup>

MAR finder blandt andet anvendelse på finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, samt på iværksatte eller undladte tiltag udført i Unionen eller i tredjelande vedrørende disse instrumenter.<sup>68</sup> Det betyder, at en overtrædelse af de såkaldte insiderforbud begået af personer udenfor Unionen tillige vil være omfattet af MAR. MAR regulerer de områder, som MAD tidligere behandlede og er struktureret på samme måde. Ikrafttrædelse af MAR afføder dog en række lovtekniske og indholdsmæssige ændringer.

Rent lovteknisk medfører MAR et lovgivningsmæssigt skift fra direktiv til forordning. Direktiver er med hensyn til det tilsigtede formål bindende for enhver medlemsstat, men overlader det til de nationale myndigheder at bestemme, med hvilken form og med hvilke midler, direktivet skal gennemføres.<sup>69</sup> I dansk ret har MAD's bestemmelser været implementeret i VPHL. Da MAD var et minimumsdirektiv,<sup>70</sup> betød implementering heraf, at enhver medlemsstat havde mulighed for at fastsætte strengere krav end dem, der var foreskrevet i direktivet. Et direktiv kan være en fordel, fordi medlemsstaterne i høj grad har mulighed for at sætte deres nationale præg på bestemmelserne. Ulempen herved kan være, at der ikke foreligger den samme ensartethed i de nationale love, fordi reglerne i direktivet kan fortolkes forskelligt. Med MAD-direktivet erfarede man, at for mange valgmuligheder og skøn samt en manglende klarhed i nøgledefinitioner gjorde direktivet mindre virkningsfuldt.<sup>71</sup>

Denne problemstilling har man forsøgt at imødegå ved i stedet at lovgive med en forordning. En forordning er bindende i alle enkeltheder, og gælder umiddelbart for de enkelte borgere og virksomheder i hver medlemsstat.<sup>72</sup> Derfor skal MAR gælde, som den står skrevet, og der er således ikke de samme muligheder for at

---

<sup>61</sup> Lau Hansen, 2014, s. 20

<sup>62</sup> MAD, præambel, nr. 24

<sup>63</sup> Forslag til MAR, s. 2

<sup>64</sup> Herefter: Gennemførelsesdirektivet

<sup>65</sup> Forslag til MAR, s. 3

<sup>66</sup> MAR, præambel nr. 3

<sup>67</sup> Forslag til MAR, s. 3

<sup>68</sup> MAR, art. 2

<sup>69</sup> TEUF art. 288

<sup>70</sup> MAD, præambel nr. 41

<sup>71</sup> Forslag til MAR, s. 3

<sup>72</sup> TEUF art. 288

influere gældende ret. Skiftet fra direktiv til forordning skal herved sikre en mere ensartet måde at behandle området for markedsmisbrug.<sup>73</sup> Som følge af MAR's ikrafttræden ophæves MAD og VPHL's kapitel 10 om markedsmisbrug, samt forpligtelsen til at offentliggøre intern viden efter VPHL § 27. Danske markedsaktører må derfor vænne sig til at navigere i den EU-retlige lovgivning frem for dansk lovgivning.

Konsekvensen bliver for visse medlemslande, at der opstår en stor variation mellem landets tidligere regler for markedsmisbrug, og de regler, der nu gør sig gældende efter MAR. Nogle af disse variationer vil blive præsenteret gennem afhandlingen. Dette vil fremhæve, at der for nogle medlemsstater ligger et større arbejde i at overholde den nye forordning. Afhandlingen vil ligeledes præsentere de indholdsmæssige ændringer i bestemmelserne. Herved skabes et klart overblik over retstilstanden, som den fremstår i dag. For overblikkets skyld fremgår der nedenfor en paragrafnøgle, der har til formål at præcisere, hvorfra og hvortil bestemmelserne flyttes. Dette vil overskueliggøre gennemgangen af, hvad der forstås ved intern viden og hvordan den håndteres.

Bestemmelser	MAR	MAD	Kdir 2003/124	VPHL
<b>Intern viden begrebet</b>	Art. 7, stk. 1	Art. 1, stk. 1, nr. 1	-	§ 34, stk. 2
<i>Specifik viden</i>	Art. 7, stk. 2	-	Art. 1, stk. 1	§ 34, stk. 3, nr. 1
<i>Ikke-offentliggjort viden</i>	-	-	-	§ 34, stk. 2, 2. pkt.
<i>Udstedere eller finansielle instrumenter</i>	Art. 3, stk. 1, nr. 21 Art. 3, stk. 1, nr. 1	- Art. 1, stk. 1, nr. 3	-	- § 2
<i>Kursrelevans</i>	Art. 7, stk. 4	-	Art. 1, stk. 2	§ 34, stk. 3, nr. 2
<b>Udsteders oplysningsforpligtelse</b>	Art. 17, stk. 1	Art. 6, stk. 1	-	§ 27, stk. 1
<i>Udsættelse af offentliggørelse</i>	Art. 17, stk. 4	Art. 6, stk. 2	-	§ 27, stk. 6
<b>Forbud mod insiderhandel</b>	Art. 8 & 14	Art. 2 & 4	-	§ 35
<i>Lovlig adfærd – undtagelse til insiderhandel</i>	Art. 9	Art. 2, stk. 3	-	§ 35, stk. 2, nr. 1-2 § 35, stk. 3
<b>Forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden</b>	Art. 10 & 14	Art. 3 & 4	-	§ 36
<i>Videregivelse ved markedssonderinger</i>	Art. 11	-	-	-

Figur 1: Egen tilvirkning

#### 4. HVAD ER INTERN VIDEN?

Intern viden-begrebet er nøgleelementet for flere bestemmelser i MAR. Derfor er det relevant at analysere, hvad der forstås ved intern viden. Begrebet var tidligere defineret i MAD artikel 1, stk. 1, nr. 1, og var i dansk ret implementeret i VPHL § 34, stk. 2. Definitionen fremgår nu af MAR's artikel 7.

Ordlyden har ikke været genstand for nogen materiel ændring, hvorfor der fortsat er fire kriterier, som skal være opfyldt, før intern viden foreligger. Der skal således være tale om en 1) *specifik viden*, som 2) *ikke er offentliggjort*, som 3) direkte eller indirekte vedrører en eller flere *udstedere* eller et eller flere *finansielle instrumenter* og som 4) *mærkbart ville kunne påvirke kursdannelsen* på et eller flere finansielle instrumenter,

<sup>73</sup> MAR, præambel nr. 3

hvis oplysningerne blev offentliggjort. Indholdet og omfanget af disse fire kumulative kriterier behandles nedenfor.

#### 4.1. Specifik viden

I overensstemmelse med artikel 7, stk. 2 skal to kumulative krav være opfyldt, før en viden kan anses som tilstrækkelig specifik. For det *første* skal den konkrete viden angive en række forhold, som foreligger eller som med rimelig kan forventes at foreligge, eller en hændelse, der er indtrådt eller som med rimelighed kan forventes at indtræde. For det *andet* skal de pågældende oplysninger være tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion om de pågældende forhold eller den pågældende hændelses forventede indvirkning på kursdannelsen. De to kumulative krav, samt en særlig form for specifik viden, vil blive gennemgået særskilt i det følgende.

##### 4.1.1. Fastlæggelse af en række forhold eller en hændelse

Ifølge artikel 7, stk. 2 første led omfatter specifik viden pr. definition viden om kendsgerninger, idet specifikke oplysninger vedrører en række forhold som foreligger eller en hændelse, der er indtrådt. Ordlyden strækker sig imidlertid bredere, idet en række forhold eller en hændelse, som *med rimelighed* kan forventes at foreligge eller indtræde, tillige omfattes af bestemmelsen. Usikre oplysninger vil altså efter omstændighederne også kunne betegnes som specifik viden.

Mens det næppe kan være svært at gennemskue, hvornår en række forhold eller en hændelse foreligger, kan det forekomme vanskeligere at præcisere, hvornår en række forhold eller en hændelse *med rimelighed* kan forventes at komme til at foreligge eller indtræde. Eksempelvis vil en foreløbig drøftelse af eventuelle samarbejdsmuligheder formentlig ikke være specifik nok til at kunne udgøre intern viden.<sup>74</sup> Med tiden kan drøftelser dog blive så konkrete, at de vil udgøre specifik viden, på trods af, at der ikke foreligger en underskrevet aftale.<sup>75</sup> Spørgsmålet bliver herefter, hvornår sådanne usikre oplysninger har en sådan karakter, at de må anses for at opfylde det første led i artikel 7, stk. 2.<sup>76</sup> EU-Domstolen kan bidrage til dette fortolkningsspørgsmål vedrørende elementet *med rimelighed*, idet den i relation hertil blev forelagt et præjudicielt spørgsmål i 2012 i sag C-19/11 *Markus Geltl mod Daimler AG*.

##### 4.1.1.1. Fortolkning af begrebet ”med rimelighed”

Den såkaldte Geltl-sag vedrørte den administrerende direktør professor Jürgen Schrempps fratrædelse i det tyske børsnoterede selskab Daimler AG. Efter en generalforsamling i foråret 2005 overvejede Schrempp at fratræde sin post, der ellers løb frem til 2008.<sup>77</sup> Den 17. maj 2005 orienterede han formanden for Daimlers tilsynsråd om sin intention, og i den efterfølgende periode frem til 10. juli 2005 blev øvrige medlemmer af direktionen og tilsynet bekendte med Schrempps hensigt. Den 13. juli 2005 blev personale- og nomineringsudvalget i Daimlers tilsynsråd og det egentlige tilsynsråd indkaldt til møde, der skulle afholdes henholdsvis den 27. og 28. juli 2005.<sup>78</sup> Mødeindkaldelsen indeholdt ikke nogen indikationer på, at Schrempp ønskede at fratræde sin post. Den 18. juli 2005 besluttede Schrempp og tilsynsrådets formand, at der på møderne skulle stilles forslag om Schrempps tilbagetræden.<sup>79</sup> På mødet den 27. juli 2005 besluttede personale og nomineringsudvalget, at der skulle stilles forslag til tilsynsrådet om at godkende fratrædelsen på mødet den efterfølgende dag. I overensstemmelse hermed godkendte Daimlers tilsynsråd den 28. juli 2005 kl. 9:50 Schrempps

<sup>74</sup> Se hertil U.2005.948H (Midtbank), hvor Landsretten lagde til grund, at bestyrelsen i det selskab, der senere blev overtaget, ikke havde konkrete overvejelser om en overtagelse.

<sup>75</sup> Se hertil også U.2005.948H (Midtbank), hvor Landsretten fandt, at der var tale om usikker viden, fordi afstanden mellem parterne med hensyn til prissætningen var stor, og det var usikkert at parterne ville nå til enighed. Alligevel kunne der konstateres intern viden.

<sup>76</sup> Se eksempelvis U.2001.673V (Martin-Gruppen), hvor Landsretten gjorde gældende, at tiltalte ”måtte anse det for overvejende sandsynligt, at Aktieselskabet Schouw & Co. var positivt indstillet over for at ville købe Y Holding A/S’ aktier.” Selvom oplysningerne således var usikre, fandt retten, at tiltalte var i besiddelse af intern viden.

<sup>77</sup> Forslag til sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 9

<sup>78</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 14

<sup>79</sup> Forslag til sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 14

afgang og udpegede i den forbindelse hans afløser, hvorefter man kl. 10:05 udsendte beslutningen i en børsmeddelelse til det tyske finansilsyn og den tyske fondsbørs.<sup>80</sup> Offentliggørelsen resulterede i en mærkbar kursstigning på selskabets aktier. Flere investorer, herunder Markus Geltl, havde kort forinden meddelelsen af Schrempps fratredelse solgt sine aktier i selskabet, og anlagde derfor sag mod Daimler med krav om erstatning med henvisning til, at informationerne om Schrempps fratredelse var blevet offentliggjort for sent.<sup>81</sup>

Sagen blev herefter behandlet af flere tyske domstole og blev til sidst anket til den tyske Bundesgerichtshof, der kan sidestilles med den danske Højesteret. I Retten var man af den opfattelse, at der forelå usikkerhed omkring fortolkningen af det dengang gældende MAD-direktiv samt det tilknyttede gennemførelsesdirektiv om definition og offentliggørelse af intern viden.<sup>82</sup> Af den grund forelagde Retten to præjudicielle spørgsmål for EU-domstolen, hvoraf det ene angik fortolkningen af formuleringen *med rimelighed* under henvisning til specifik viden i MAD's artikel 1, stk. 1, nr. 1 samt artikel 1, stk. 1 i det dagældende gennemførelsesdirektiv.

I relation til formuleringen "*med rimelighed*" ønskede den forelæggende ret afklaring af to underspørgsmål med nær tilknytning til hinanden: Herunder først og fremmest hvorvidt formuleringen kræver en sandsynlighedsvurdering, hvor sandsynligheden for, at en begivenhed indtræffer, skal være høj, eller om der blot skal foreligge en overvejende sandsynlighed herfor. Desuden blev der anmodet om afklaring af, hvorvidt den krævede sandsynlighed for en begivenheds indtræden kan variere alt efter begivenhedens indvirkning på kursen.<sup>83</sup> Sagt med andre ord – om det i de tilfælde, hvor oplysninger har en voldsom indvirkning på kursen, er tilstrækkeligt, at realiseringen af et forhold ikke er umuligt, selvom den er uvis.

Til det første spørgsmål blev EU-Domstolens resultat, at der grundet formuleringen "*med rimelighed kan forventes*" skal foretages en samlet bedømmelse af, hvorvidt der er en *reel mulighed* for, at de fremtidige forhold eller hændelser vil foreligge eller indtræde.<sup>84</sup> Selvom EU-Domstolen ikke eksplicit præciserer hvilken grad af sandsynlighed, der er tilstrækkelig for at opfylde denne test, kan den i en vis grad fastsættes ud fra nogle øvre grænser: Der kan herunder ikke kræves noget bevis for, at der er en overvejende "høj sandsynlighed" for, at de pågældende forhold eller begivenheder vil indtræde.<sup>85</sup> Dette begrundes i, at indviede personer i så fald ville kunne drage en utilbørlig fordel af denne viden, hvilket ville være i strid med lovgivningens formålsbestemmelse om at sikre integrerede markeder og investorenes tillid.<sup>86</sup> Med andre ord ville et sådan krav svække beskyttelsen mod insiderhandel, fordi det ville være lovligt at handle på en viden, der med en vis sandsynlighed ville indtræde. Da konstateringen af intern viden udløser forbuddet mod insiderhandel, ville færre situationer således blive omfattet af forbuddet. Med henblik på at sikre en vis retssikkerhed for markedsdeltagerne skal formuleringen imidlertid heller ikke fortolkes således, at viden, der vedrører forhold og begivenheder, hvis indtræden "ikke er sandsynlig" kan anses for at være specifik.<sup>87</sup> Af hensyn til udstederne kan løse og udokumenterede rygter eller andre former for usikker viden således aldrig udgøre intern viden.<sup>88</sup> Dette må begrundes i, at udstedere i så fald kunne antage, at ukonkrete og ikke-kurspåvirkende oplysninger skulle offentliggøres.<sup>89</sup>

På trods af en vis afklaring af formuleringen *med rimelighed*, kan der stilles spørgsmålstegn ved, hvorvidt begrebet tydeliggøres ved blot at benytte begrebet "*reel mulighed*" og nogle øvre grænser i stedet. Det må konstateres, at EU-Domstolen anlægger en meget bred fortolkning af begrebet, og det kan under alle omstændigheder ikke præcist udledes, hvilken sandsynlighedsgrad, der opfylder ordlyden "*med rimelighed*".

<sup>80</sup> Forslag til sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 23

<sup>81</sup> Forslag til sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 26

<sup>82</sup> Forslag til sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 31

<sup>83</sup> Forslag til sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 57

<sup>84</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 56

<sup>85</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 46

<sup>86</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 47

<sup>87</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 48

<sup>88</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 34, stk. 1, s. 49 – Man bør i disse tilfælde være opmærksom på, at sådanne urigtige og vildledende bemærkninger kan give anledning til en helt anden problemstilling vedrørende overtrædelse af forbuddet mod markedsmanipulation i forordningens art. 12 og 15.

<sup>89</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 48

I relation til det andet spørgsmål afviser EU-Domstolen, at den krævede sandsynlighed for, at en række forhold eller en begivenhed vil indtræde kan variere alt efter indvirkningen på kursen.<sup>90</sup> Denne fortolkning ville indebære et princip om, at jo mere kurspåvirkende et forhold er, desto lavere sandsynlighed kræves der for, at en række forhold eller en begivenhed vil foreligge eller indtræde. Som begrundelse for sin afvisning inddrager EU-Domstolen den dagældende artikel 1, stk. 1 og stk. 2 i gennemførelsesdirektivet, som specificerer, hvornår en viden kan kvalificeres som intern viden efter det dagældende MAD's artikel 1, stk. 1, nr. 1. Det første stykke er som nævnt en gengivelse af begrebet specifik viden, mens det andet stykke uddyber det fjerde kriterium i intern viden-begrebet, dvs. hvad der forstås ved viden, der mærkbart ville kunne påvirke kursen, såfremt det blev offentliggjort. Sidstnævnte behandles i afsnit 4.4, men er relevant i denne sammenhæng, idet EU-Domstolen forklarer, at bestemmelserne er uafhængige af hinanden. Hvis man derfor forudsatte, at den krævede sandsynlighed for, at en række forhold eller en begivenhed vil indtræde kan variere alt efter indvirkningen på kursen, ville man antyde, at de to bestemmelser var afhængige af hinanden.<sup>91</sup>

Det er en meget håndfast sondring mellem de to krav, og det må således være underforstået, at man ikke kan undlade at opfylde det ene krav. Derfor kan man næppe komme igennem med, at en begivenhed, der højst sandsynlig ikke vil indtræde, vil kunne sættes lig med en begivenhed, der med rimelighed vil indtræde, og derfor vil førstnævnte aldrig kunne udgøre intern viden. Konklusionen bliver derfor, at der ved fastlæggelsen af, om en række forhold eller en hændelse *med rimelighed* kan forventes at foreligge eller indtræde, ikke skal tages hensyn til omfanget af indvirkningen på kurserne af den pågældende række forhold eller af den pågældende begivenhed.<sup>92</sup> I vurderingen af, hvorvidt en række forhold eller en hændelse med rimelig kan forventes at indtræde, må man således være opmærksom på, at en given begivenheds betydelige forventede kurspåvirkning ikke vil spille en rolle, såfremt der ikke er en reel mulighed for, at denne begivenhed vil indtræde. De to elementer kan således ikke være hinanden opvejende. Denne fortolkning synes formålstjenlig, idet en modsat konklusion må medføre retlig usikkerhed. I så fald ville Schrempps' intention om at fratrage allerede udgøre intern viden den 17. maj, såfremt der kunne forventes en effekt på kursen.

MAR's kodificering af Geltl-sagen, synes dog at antage en lidt mildere form i relation til om den krævede sandsynlighed for, at en række forhold kan indtræde, kan variere alt efter indvirkningen på kursen. Af præambel nr. 16 fremgår det, at begrebet ikke *bør* fortolkes således, at størrelsen af effekten af en række forhold eller en hændelse på de pågældende finansielle instrumenters kurser *nødvendigvis* skal tages i betragtning. En ordlydsfortolkning afviser herefter ikke blankt, at der kan være en vis afhængighed mellem de to kriterier. Dette ændrer dog ikke ved, at hver af de fire kriterier skal være opfyldt, før der er tale om intern viden.

Med denne fortolkning af første led er det herefter relevant at undersøge, hvornår usikre oplysninger har en sådan karakter og fasthed, at oplysningerne kan anses for at være specifikke. Dette vil være i overensstemmelse med artikel 7, stk. 2, andet led være tilfældet, når oplysningerne er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion om forholdet og dets forventede indvirkning på kursdannelsen.

#### 4.1.2. Tilstrækkelig præcise oplysninger

Mens Geltl-sagen har været nyttig til fortolkning af, hvornår en række forhold eller en hændelse med rimelighed kommer til at foreligge, har dommen ikke haft samme værdi i fortolkningen af, hvornår en given oplysning er specifik nok til at konkludere en mulig kurspåvirkning. Andre fortolkningsbidrag må således anvendes til en vis udfyldning af dette kriterium.

I den danske Landsretsdom U.1999.513Ø (C.W. Obel) blev det fastlagt, at det ikke er en forudsætning, at den *præcise* kurspåvirkning skal kendes på forhånd for, at en oplysning kan anses for tilstrækkelig specifik. I dommen blev et bestyrelsesmedlem i et selskab anset for at være i besiddelse af intern viden, idet han vidste, at dette selskab ville tilbyde at købe aktier i et andet selskab. Bestyrelsesmedlemmet var med til at bemyndige direktionen til at afgive et tilbud om overtagelse med udgangspunkt i en kurs på 180, hvilket var en overkurs

<sup>90</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 50

<sup>91</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 52-53

<sup>92</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 56

i forhold til den aktuelle kurs på målselskabets A-aktier.<sup>93</sup> Ifølge Højesteret måtte bestyrelsesmedlemmet derfor have været klar over, at der var en meget høj grad af sandsynlighed for, at kursen på A-aktier ville stige til kurs 180 inden for kort tid. Bestyrelsesmedlemmet havde af den grund en intern viden, der kunne være af betydning for handlen,<sup>94</sup> selvom kursen på 180 udelukkende var et udgangspunkt for overtagelsestilbuddet. Herefter synes udgangspunktet at være, at en viden er tilstrækkelig præcis, når man har en forventning om, at kursen vil blive påvirket, ligesom man kender retningen af denne kurspåvirkning.

Som det kom til udtryk i sag C-628/13, *Lafonta*, er det dog ikke en forudsætning, at man er i stand til at forudsige, i hvilken retning kursen påvirkes for, at en oplysning er specifik nok til at konkludere en mulig kurspåvirkning. EU-Domstolen bidrog her til en væsentlig afklaring af kriteriet. En fransk domstol havde i den forbindelse anmodet om en præjudiciel afgørelse fra EU-Domstolen. Anmodningen blev indgivet i forbindelse med en sag mellem bestyrelsesformanden i Wendel SA, Jean-Bernard Lafonta, og Autorité des marchés financiers (det franske Finanstilsyn). Sagen omhandlede en afgørelse, som blev truffet den 13. december 2010, hvorefter Jean-Bernard Lafonta blev idømt en bøde for manglende offentliggørelse af planlægningen af en finansiel transaktion, der for Wendel SA muliggjorde erhvervelse af en væsentlig andel af kapital i Saint-Gobainkoncernen.<sup>95</sup>

Wendel SA indgik i perioden december 2006 – juni 2007 en række aftaler med kreditinstitutter om Total Return Swaps (TRS), hvis underliggende aktiv var aktier i Saint-Gobain. Til dækning for deres risiko købte kreditinstitutterne 85 mio. aktier i Saint-Gobain. I forbindelse med indgåelsen af aftalerne modtog Wendel SA fra disse kreditinstitutter finansiering i samme størrelsesorden som de indgåede TRS'er.<sup>96</sup> Den 3. september 2007 besluttede Wendel SA gradvist at afvikle TRS'erne, hvorfor selskabet fra denne dato og frem til 27. november 2007 erhvervede 66 mio. aktier svarende til en større del af selskabskapitalen i Saint-Gobain.<sup>97</sup> Det franske Finanstilsyn antog, at dette reelt havde været den oprindelige hensigt med swapaftalerne, hvilket i så fald skulle være oplyst med henvisning til oplysningsforpligtelsen i MAD.<sup>98</sup>

Som forsvar hertil blev det gjort gældende, at kun viden, der gør det muligt at forudsige, om kursen på den pågældende aktie vil stige eller falde, giver den, som besidder en sådan viden mulighed for at afgøre, om vedkommende skal købe eller sælge. Det er således alene i disse tilfælde, at vedkommende opnår en fordel i forhold til de øvrige markedsaktører, som ikke er i besiddelse af samme viden.<sup>99</sup> I den forbindelse anførte Lafonta, at det i situationen var umuligt at forudse, om kursen på aktierne i Wendel SA ville blive påvirket i opadgående eller nedadgående retning ved offentliggørelsen af erhvervelsen af kapitalandele i Saint-Gobain.<sup>100</sup>

Det franske finanstilsyn var af den opfattelse, at en sådan fortolkning gik videre end ordlyden af MAD og gennemførelsesdirektivet, idet der ikke heri henvises til retningen af den indvirkning, som en given viden kan have på kursen.<sup>101</sup> Specifik viden var efter det franske tilsyns opfattelse al viden, hvorefter det kan konkluderes, at den, såfremt den var kendt, ville kunne medføre en ændring af kursen. Sondringen mellem specifik og uspecifik viden hviler efter tilsynets opfattelse på en videns *potentiale* til at påvirke markedet.<sup>102</sup>

Den franske domstol forelagde herefter spørgsmålet om, hvorvidt artikel 1, stk. 1, nr. 1 i MAD og gennemførelsesdirektivets artikel 1, stk. 1 skulle fortolkes således:

---

<sup>93</sup> U.1999.513Ø (C.W.Obel), s.1

<sup>94</sup> Ibid

<sup>95</sup> Sag C-828/13, *Lafonta* præmis 2

<sup>96</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 12

<sup>97</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 13

<sup>98</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 13-15

<sup>99</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 18

<sup>100</sup> Ibid

<sup>101</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 19

<sup>102</sup> Ibid

*”at kun viden, hvorom det med en tilstrækkelig grad af sandsynlighed kan fastslås, at dens potentielle indvirkning på kurserne på de pågældende finansielle instrumenter går i en bestemt retning, når den offentliggøres, kan udgøre tilstrækkelig specifik viden i henhold til disse bestemmelser.”<sup>103</sup>*

EU-Domstolen afviste dette, og fastslog, at betingelsen i artikel 1, stk. 1 i gennemførelsesdirektivet var opfyldt, såfremt en viden er tilstrækkeligt konkret eller specifik til at kunne udgøre et grundlag, hvorpå det kan evalueres, om den række af forhold eller den begivenhed, der er tale om, kan have en indvirkning på kursen på de finansielle instrumenter, som denne viden vedrører.<sup>104</sup>

Dette betyder, at en information kan opfylde et krav om at være tilstrækkelig præcis, uanset om man er i stand til at forudsige om informationen må forvente at påvirke kursen i en opadgående eller nedadgående retning.<sup>105</sup> Det er herefter kun viden, der er generel eller vag, og som ikke gør det muligt at drage en konklusion med hensyn til kursindvirkningen, der ikke er en del af bestemmelsen.<sup>106</sup>

Såfremt man skulle kunne forudsige, hvilken retning kursen ville ændre sig, ville dette indskrænke anvendelsesområdet for artikel 1, stk. 1 i gennemførelsesdirektivet, herunder intern viden-begrebet i artikel 1, stk. 1, nr. 1 i MAD. Dette ville kunne skade formålene med direktivet,<sup>107</sup> idet investorernes tillid samt markedsintegriteten potentielt svækkes ved, at flere situationer ikke er omfattet af intern viden-begrebet, og i den forbindelse de bestemmelser, der håndterer intern viden. EU-Domstolen uddyber dette ved at understrege, at markederne hele tiden bliver mere og mere komplicerede, hvilket besværliggør evaluering af, i hvilken retning kursen vil ændre sig.<sup>108</sup> Flere faktorer vil have indvirkning på kursen i en given situation, og der kan være forskellige vurderinger afhængigt af investoren.<sup>109</sup> Som følge heraf vil en tiltrædelse af, at viden kun kan anses for specifik, såfremt den gør det muligt at forudsige, hvilken retning kursen vil ændre sig i, bevirke, at man som besidder af en viden, vil kunne lade som om, at der har foreligget en usikkerhed om betydningen af en given viden. Herved vil man kunne undgå at falde under bestemmelserne, der knytter sig til begrebet.<sup>110</sup>

Af samme årsag omfatter specifik viden altså ikke kun information, hvor man med en tilstrækkelig grad af sandsynlighed kan fastslå dens kurspåvirkende retning. Denne fortolkning er i strid med en vejledning til den tidligere VPHL. Heri fremgår det direkte, at en oplysning skal have en karakter, der gør det muligt at drage en konklusion om, hvorvidt kursen har en positiv eller negativ indvirkning.<sup>111</sup> Man kan da også argumentere for, at det ikke vil give incitament til at handle, såfremt det ikke er muligt at forudsige retningen af kurspåvirkningen. Omvendt synes det rimeligt, at det ikke er nødvendigt at have kendskab hertil, da det i så fald må være lettere at misbruge en intern viden. Under alle omstændigheder er det nødvendigt at ændre sin adfærd, såfremt man forinden sagens afgørelse lagde til grund, at kendskab til retningen var en forudsætning. En konsekvens af dette må være, at flere tilfælde nu vil være omfattet af intern viden-begrebet.

Med udgangspunkt i den inddraget retspraksis kan det fortsat synes svært at afgøre, hvilke tilfælde, der ikke vil være tilstrækkelig præcise til at opfylde kriteriet i artikel 7, stk. 2, andet led. Spørgsmålet er herefter fortsat, hvad man må lægge vægt på i sin vurdering af, om et forhold er tilstrækkelig præcis. Til svar på dette spørgsmål kan CESR's vejledning med fordel inddrages. Heri fremhæves to situationer, som må opfylde kriteriet. For det *første* må kriteriet være opfyldt, når en information gør det muligt for den fornuftige investor at foretage en investeringsbeslutning uden eller med en meget lille risiko.<sup>112</sup> Herved må den informerede part forventes at opnå en fordel ved sin investeringsbeslutning. For det *andet*, opfyldes kriteriet når en given oplysning har en

<sup>103</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 20

<sup>104</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 31

<sup>105</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 34

<sup>106</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 31

<sup>107</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 35

<sup>108</sup> Sag C-628/13, *Lafonta*, præmis 36

<sup>109</sup> *Ibid*

<sup>110</sup> *Ibid*

<sup>111</sup> Vejledning nr. 9603

<sup>112</sup> CESR/06-562, pkt. 1.8



sådan karakter, at den sandsynligvis vil blive udnyttet på markedet.<sup>113</sup> Man kan betvivle, om dette giver nogle bedre retningslinjer, dog må fortolkningsbidragene tilsammen give en vis retssikkerhed på området.

Sammen med analysen af, hvad der forstås ved usikre eller sikre oplysninger, er kriteriet om specifik viden herefter behandlet. Specifik viden må dog sjældent antages at opstå fra det ene øjeblik til det andet. Det er eksempelvis utænkeligt, at ønsket om en fusionsaftale kan indledes og underskrives samme dag. I mange tilfælde vil forhandlinger foregå over en langvarig proces. Det synes herefter særligt relevant at undersøge, hvordan man behandler oplysninger om midlertidige skridt i en sådan langvarig proces.

#### 4.1.3. Midlertidige skridt i en langvarig proces

Som noget nyt efter MAR fremgår det nu direkte af en lovbestemmelse, at et midlertidigt skridt i en langvarig proces tillige kan betragtes som specifik viden.<sup>114</sup> Det er således processen som helhed såvel som enkelte skridt i processen, der skal tillægges betydning, når det skal vurderes, om oplysninger er specifik viden. Formålsbestemmelsen til MAR angiver i den forbindelse, hvilke oplysninger, der kan udgøre et midlertidigt skridt i en langvarig proces. Dette kan eksempelvis være forløbet af kontraktforhandlinger eller betingelser, der er nået foreløbig enighed om i kontraktforhandlinger.<sup>115</sup> CESR's retningslinjer til MAD tilslutter sig samme konklusion og tilføjer i den forbindelse, at et overtagelsestilbud, der i sidste ende ikke resulterer i en overtagelse, alligevel kan udgøre specifik viden.<sup>116</sup>

Dette udgangspunkt er en kodificering af den førromtalte *Geltl*-dom, hvorfor denne kan bruges til en nærmere fortolkning af, hvad der forstås herved. I dommen blev EU-Domstolen forelagt spørgsmål om, hvorvidt mellemliggende trin, som allerede foreligger eller er indtrådt, og som har forbindelse med realiseringen af det fremtidige forhold eller hændelse, tillige kunne udgøre intern viden. Overført til sagens problemstilling drejede det sig konkret om, hvorvidt de drøftelser, der forelå om Schrempps fratrædelse i perioden fra den 17. maj 2005 frem til den 28. juli 2005 i sig selv udgjorde specifik viden. I den sammenhæng fastslog EU-Domstolen, at MAD's artikel 1, stk. 1, nr. 1 og gennemførelsesdirektivets artikel 1, stk. 1 skulle fortolkes således:

*”at for så vidt angår et forløb af en vis varighed, hvorved der realiseres et bestemt forhold eller fremkaldes en bestemt begivenhed kan ikke blot dette forhold eller denne begivenhed, men ligeledes dette forløbs mellemliggende trin, som har forbindelse med realiseringen med forholdet eller begivenheden, udgøre specifik viden.”<sup>117</sup>*

For at nå dette resultat undersøgte EU-Domstolen betydningen af de to begreber ”en række forhold” og ”en begivenhed”, som ikke var nærmere defineret i MAD. Domstolen konkluderede herefter ud fra en almindelig ordlydsfortolkning, at de to begreber tillige omfattede mellemliggende trin i en langvarig proces.<sup>118</sup>

Til støtte for denne konklusion henviste EU-Domstolen desuden til ordlyden i artikel 3, stk. 1, litra a) i gennemførelsesdirektivet, der oplyste en række forhold, som tillod at udsætte offentliggørelse af intern viden i overensstemmelse med MAD artikel 6, stk. 2. Disse forhold omfattede eksempelvis igangværende forhandlinger eller kontrakter, der er indgået af en udsteders ledelse, men som skulle godkendes af et andet organ hos dennes udsteder for at kunne gennemføres i praksis, dvs. forhold som klart omfatter midlertidige skridt i en langvarig proces, der endnu ikke er en realitet.<sup>119</sup> Når lovgiver i relation til denne bestemmelse angiver, at mellemliggende trin under visse omstændigheder kan udskydes, må man følgelig udlede en hovedregel om, at oplysninger af denne karakter som udgangspunkt skal offentliggøres og derved kan mellemliggende trin også være specifik viden.

---

<sup>113</sup> Ibid

<sup>114</sup> Artikel 7, stk. 2, 2. pkt.

<sup>115</sup> MAR, præambel nr. 17

<sup>116</sup> CESR/06-562, pkt. 1.6

<sup>117</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 40

<sup>118</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 31

<sup>119</sup> Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*, præmis 32. Disse fremgik af MAD artikel 3, stk. 1, litra a-b

Med henvisning til MAD's anden og tolvte betragtning blev det slutteligt anført, at en fortolkning af begreberne ”en række forhold” og ”en begivenhed”, som ikke tager hensyn til de mellemliggende trin i et forløb af en vis varighed, kan skade de formål, der ligger bag reguleringen, herunder at sikre markedsintegriteten og tilliden på markederne. Denne tillid afhænger af, at investorerne stilles lige, og at de beskyttes mod ulovlig anvendelse af intern viden.<sup>120</sup> Såfremt det udelukkes, at denne viden er specifik vil visse personer, som er i besiddelse af disse oplysninger, nemlig befinde sig i en fordelagtig position sammenlignet med de øvrige investorer på markedet, og herved opnå en fordel i form af en profit, hvilket er til skade for dem, som ikke er besiddelse af oplysningen.<sup>121</sup>

Resultatet må herefter være, at mellemliggende trin i et forløb af en vis varighed i sig selv kan udgøre en række forhold eller begivenhed, uanset om det senere viser sig, at forholdet eller begivenheden alligevel ikke vil indtræde.<sup>122</sup> Dette er ikke kontroversielt i relation til dansk ret,<sup>123</sup> da mellemliggende trin må antages allerede at have været en del af intern viden-begrebet.<sup>124</sup>

Hvorvidt et mellemtrin i en proces herefter udgør specifik viden, må vurderes ud fra, hvorvidt processen vil løbe sin planlagte kurs. Med andre ord skal det være sandsynligt, at de resterende trin tages. Dette må besvares bekræftende eller benægtende.<sup>125</sup> I den forbindelse må vurderingen af, om en given proces vil løbe sin planlagte kurs kunne understøttes af tidligere erfaringer fra andre lignende processer. Jo tidligere i processen parterne befinder sig, desto flere skridt er der på vejen mod målet. Dette vil i de fleste tilfælde gøre sandsynligheden for, at de resterende trin tages, mindre.<sup>126</sup> Såfremt det herefter må antages, at en given proces vil løbe sin planlagte kurs, vil der være tale om specifik viden. Hvorvidt der herefter er tale om intern viden vil i overensstemmelse med MAR artikel 7, stk. 3 bero på, om det resultat, der nås, hvis den planlagte kurs følges, overhovedet vil medføre en kurspåvirkning som omtalt i afsnit 4.4, samt om de øvrige kriterier i intern viden-begrebet er opfyldt.

Resultatet af Geltl-sagen, hvorefter et mellemliggende trin i et forløb af en vis varighed i sig selv kan udgøre intern viden, har rejst nye spørgsmål om tidspunktet for offentliggørelse af intern viden. I EU har der i den forbindelse hovedsageligt været to varierende opfattelser. Denne problemstilling vil blive behandlet nærmere i afsnit 5.2. Først må det dog vurderes, hvad der forstås ved de øvrige kriterier i intern viden-begrebet, herunder ikke-offentliggjort viden.

## 4.2. Ikke-offentliggjort viden

Det fremgår ikke af MAR, hvad der nærmere forstås ved ikke-offentliggjort viden. Intern viden-begrebet afgrænses i den forbindelse negativt, da det er et kriterium, at den specifikke viden *ikke* er blevet offentliggjort. Spørgsmålet bliver herefter, hvad der forstås ved offentliggjort. Da MAR ikke kan anvendes til en udfyldning af kriteriet, må man i stedet betragte dansk ret for en udfyldning af kriteriet.

Af VPHL § 34, stk. 2, 2. pkt. fremgik det, at en oplysning kan anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Der er herefter to betingelser, der skal være opfyldt for, at en oplysning kan anses for offentliggjort. Indledningsvist skal det vurderes, om der er sket en ”for markedet” generel og relevant videreformidling. I den forbindelse må man benytte en hypotetisk modtager i form af en professionel investor.<sup>127</sup> Det afgørende for vurderingen er herefter, hvorvidt denne professionelle investor vil have lovlig adgang til den givne oplysning. Udgangspunktet er her, at en professionel investor

<sup>120</sup> Sag C-19/11, *Markus Gelll mod Daimler AG*, præmis 33, 34 og 35

<sup>121</sup> Sag C-19/11, *Markus Gelll mod Daimler AG*, præmis 36

<sup>122</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 34, stk. 1, s. 49

<sup>123</sup> Moalem, m.fl., 2014 s. 3

<sup>124</sup> Se bl.a. 2005.984H, hvor planer om at acceptere en sammenlægning, såfremt der kunne opnås enighed om prisen, blev anset for at være intern viden, herunder specifik viden. Da et overtagelsestilbud i overensstemmelse med de ovenfor nævnte retningslinjer kan være et midlertidigt skridt, kan man argumentere for, at midlertidige skridt tillige var en del af intern viden-begrebet efter dansk ret.

<sup>125</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 19

<sup>126</sup> Ibid

<sup>127</sup> Moalem, 2007a, s. 29

enten må forventes at kende en oplysning eller som minimum have mulighed for at tilegne sig en oplysning, så snart den pågældende information er lovligt tilgængelig.<sup>128</sup> Det er endvidere uden betydning, om investoren skal tilegne sig informationen i udlandet eller, at det koster noget at tilegne sig informationen.<sup>129</sup> Såfremt informationen er tilgængelig på nyhedstjenester, der kræver betaling af abonnement, vil betingelsen om en ”for markedet” generel og relevant videreformidling således være opfyldt.<sup>130</sup>

Der skal efterfølgende foretages et konkret skøn over, hvorvidt der er sket en ”generel og relevant” videreformidling. Hvorvidt dette er tilfældet, vil altid bero på en konkret vurdering.<sup>131</sup> Der kan derfor være tilfælde hvor oplysninger, der bliver offentliggjort via nyhedsmedier kan anses for offentliggjort, til trods for at offentliggørelse ikke er sket på en måde, der er i overensstemmelse med udsteders forpligtelse til at offentliggøre intern viden.<sup>132</sup> Der kan nemlig være særlige tilfælde, hvor oplysninger er blevet udbredt i så høj grad, at man ikke længere kan tale om intern viden, selvom der ikke er blevet offentliggjort via et reguleret marked.<sup>133</sup>

Det er dog ikke alle kanaler eller medier, der er lige velegnede og dermed vil indebære en for markedet generel og relevant videreformidling. Oplysninger kan eksempelvis offentliggøres via landsdækkende medier eller offentliggøres i et register eller tidsskrift, hvor udbredelsen er begrænset, men hvor registreringen heri kan medføre særlige retsvirkninger.<sup>134</sup> Et tænkt eksempel på sidstnævnte medier kunne være en registrering af patenter i dansk patenttidende. Offentliggørelse heri vil ifølge betænkning 1216/1991 ikke være tilstrækkeligt til at retfærdiggøre handler for personer, der er i besiddelse af intern viden, og som har en tilknytning til udstederen.<sup>135</sup> Såfremt man herefter har en intern viden, vil det altså ikke være tilstrækkeligt blot at offentliggøre denne i et tidsskrift for derefter at foretage en handel. Som det vil fremgå nedenfor i behandlingen af U.2014.3464V (Bioporto), sondres der imidlertid ikke mellem personer, der har en tilknytning til udstederen, og personer, der ikke har. Det synes herefter uklart, hvorvidt dommen også er anvendelig for personer, der har en tilknytning til udstederen eller på anden vis har kendskab til udfaldet. Ikke desto mindre behandler dommen spørgsmålet om, hvorvidt en person uden tilknytning til udstederen har lov at handle ud fra information, vedkommende har tilegnet sig på legitim vis.

#### 4.2.1. Subjektiv vs. objektiv vurdering

Dommen omhandlede spørgsmålet om, hvorvidt en investor, T, kunne handle på baggrund af en oplysning, som han fik ved en patenthøring ved den Europæiske Patentmyndighed (EPO) i Haag.

Anpartsselskabet T (T ApS) ejede aktier i biotekselskabet Bioporto A/S (B A/S). T var repræsentant for T ApS og var til stede under en offentlig patenthøring ved EPO i Haag, hvor B A/S fik sit patent afvist. Retsformanden meddelte således kl. ca. 10:15, at patentet blev trukket tilbage.<sup>136</sup> T afgav herefter, på vegne af T ApS, en salgordre på 125.000 aktier kl. 10:28. T ApS solgte sine aktier til en gennemsnitskurs på 6,27. B A/S udsendte en selskabsmeddelelse kl. 11:20 vedrørende tilbagetrækningen af patentet, hvorefter kursen faldt og lukkekursen var 4,60.

T ApS og T blev herefter tiltalt for overtrædelse af forbuddet om insiderhandel. Retten i Holstebro fandt dem skyldige i den rejste tiltale. Det blev i den forbindelse lagt til grund, at T var den eneste fremmødte, ligesom han havde forklaret, at det var ham bekendt, at markedet ikke havde kendskab til afvisningen af patentet. Da der ikke var udsendt en selskabsskabsmeddelelse, og der heller ikke på anden vis var sket en for markedet

---

<sup>128</sup> Ibid

<sup>129</sup> Ibid

<sup>130</sup> CESR/07-402, punkt 15.

<sup>131</sup> LSF 20, 04/10/2006, § 34, stk. 2

<sup>132</sup> Vejledning nr. 9603, s. 3

<sup>133</sup> Betænkning nr. 1216/1991, s. 24

<sup>134</sup> Moalem, 2004 s. 1. Se også Betænkning nr. 1216/1991, s. 25

<sup>135</sup> Betænkning nr. 1216/1991, s. 25

<sup>136</sup> U.2014.3464V (Bioporto), s. 2

generel og relevant videreformidling af afvisningen, fandt byretten, at T på tidspunktet for handlen var i besiddelse af intern viden.<sup>137</sup> Det fremgik af begrundelsen, at der var tale om misbrug af intern viden på trods af, at tilbagetrækningen af patentet blev meddelt på et møde, hvortil alle havde adgang.<sup>138</sup> Oplysningen kunne altså ikke ifølge byretten anses for offentliggjort på handelstidspunktet, hvorved T ApS og T blev fundet skyldige i misbrug af intern viden i form af insiderhandel. Retten i Holstebro anvendte i den forbindelse et subjektivt intern viden-begreb, fordi det lægges til grund, hvorvidt T er klar over, at han er den eneste til stede ved patenthøringen. Det er herefter uden betydning, at alle havde adgang til mødet. Dette er i uoverensstemmelse med ovenstående udgangspunkt om, at der ved vurderingen skal lægges vægt på, hvorvidt en hypotetisk professionel investor vil have lovlig adgang til den givne oplysning. Byretten anvender således ikke et objektivt intern viden-begreb.

Dommen ankes imidlertid til Vestre Landsret, der frifinder tiltalte. Vestre Landsret kan i højere grad siges at anvende et objektivt intern viden-begreb, idet Landsretten lægger vægt på, om afvisningen af patentet er sket på et møde, hvortil alle lovligt havde adgang. Det fremgår således af Landsrettens begrundelse, at der almindeligvis er offentlig adgang til EPO's høringer, medmindre der er truffet afgørelse om andet. Ingen havde i dette tilfælde anmodet om, at høringen ikke skulle være offentlig.<sup>139</sup> Dertil havde B A/S den 31. august 2011 udsendt en selskabsmeddelelse om, at sagen skulle behandles den 7. og 8. februar 2012.<sup>140</sup> Det har således også været kendt for offentligheden, at dette møde ville finde sted. Landsretten afslutter dog sin begrundelse med en fortolkning af intern viden-begrebet, der bærer præg af såvel et objektivt som et subjektivt intern viden-begreb.

For det *første* anføres det, at det under de anførte omstændigheder er betænkeligt at fastslå, at oplysningen ikke var offentliggjort.<sup>141</sup> Dette har et objektivt element, idet der formentlig refereres til det faktum, at mødet var offentligt, ligesom mødet var varslet gennem en selskabsmeddelelse. For det *andet* anføres det dog, at det er betænkeligt at fastslå, at T har måttet indse, at oplysningen ikke var offentliggjort.<sup>142</sup> Dette har et subjektivt element, idet det vedrører T's kendskab til, om markedet er i besiddelse af informationen.

Ifølge det objektive intern viden-begreb bør det formentlig ikke diskuteres, hvor mange investorer, der rent faktisk har kendskab til information, så længe de har lovlig adgang og dermed mulighed for at tilegne sig information på samme vilkår som de øvrige investorer. Dette må begrundes ud fra, at reguleringen af kapitalmarkedet har til formål at sikre, at investorer har lige adgang til information. Om investorerne faktisk anvender den lige adgang, må være op til dem selv.

Denne tilgang stemmer overens med et eksempel givet af det britiske finanstilsyn, FSA. Her kom en togpassager kørende forbi en brændende fabrik, og ringede herefter til sin broker for at få ham til at sælge sine aktier i det selskab, der ejede fabrikken. I den forbindelse ville passageren, ifølge FSA, handle ud fra information, der var offentliggjort, idet informationen var opnået på lovlig vis gennem observation af en offentlig begivenhed.<sup>143</sup>

Selvom dette således understøtter anvendelsen af et objektivt intern viden-begreb, er det stadig uklart, hvorvidt offentliggørelse skal bero på en subjektiv eller objektiv vurdering. Det er ligeledes uklart, om der med tydelighed havde været tale om insiderhandel i overensstemmelse med betænkning 1216/1991, hvis investoren havde været en person, der i forvejen kendte udfaldet af patenthøringen og således bare ventede på, at afgørelsen faldt. Såfremt det kan betvivles, om oplysninger er blevet offentliggjort, bør man således ud fra et forsigtighedshensyn overveje den risiko, der er forbundet med at handle.

---

<sup>137</sup> U.2014.3464V (Bioporto), s. 3

<sup>138</sup> U.2014.3464V (Bioporto), s. 2

<sup>139</sup> U.2014.3464V (Bioporto), s. 3

<sup>140</sup> Ibid

<sup>141</sup> Ibid

<sup>142</sup> Ibid

<sup>143</sup> FSA 2005/15, Market Abuse Directive Instrument, 2005, s. 17

Kravet om ikke-offentliggjorte oplysninger har dog alene betydning såfremt der er tale om oplysninger, der vedrører udsteder eller et finansielt instrument.

### 4.3. Viden om udsteder eller et finansielt instrument

Intern viden-begrebet relaterer sig til to videnkategorier: viden der direkte eller indirekte vedrører *udstedere* eller *finansielle instrumenter*.<sup>144</sup>

Begrebet "udsteder" defineres i MAR som en retlig enhed, der er underlagt privat eller offentlig ret, og som udsteder eller stiller forslag til udstedelse af finansielle instrumenter.<sup>145</sup> Viden, der vedrører en eller flere udstedere, kan betegnes som selskabsoplysninger.<sup>146</sup> Et klassisk eksempel herpå er oplysninger om selskabets regnskab.<sup>147</sup> Et andet eksempel kan være en direktørs fratrædelse fra sin post<sup>148</sup> eller at et selskab tilegner sig et patent.<sup>149</sup> Fælles for disse forhold er, at de har betydning for udstederen. Desuden har CESR udarbejdet en ikke-udtømmende liste over oplysninger, der direkte eller indirekte vedrører udsteder.<sup>150</sup> Et eksempel på sidstnævnte er regeringens beslutning om industri regulering.<sup>151</sup>

Definitionen af et finansielt instrument fremgår af direktiv 2014/65, bilag 1, afsnit c. Dette omfatter værdipapirer, som traditionelt har været noteret på børser, dvs. eksempelvis aktier og obligationer, men omfatter tillige forskellige typer af optioner, futures, swaps mv. Oplysninger, der vedrører et finansielt instrument, sigter til oplysninger, der har betydning for instrumentets kursfastsættelse.<sup>152</sup> Et klassisk eksempel på oplysninger om et finansielt instrument er oplysninger om købs- og salgsordrer, herunder personers kendskab til en kundes formidling af handelsordre jf. MAR artikel 7, stk. 1, litra d). Baggrunden for at nedfælde dette eksempel direkte i lovtæksten er formentligt, at netop dette eksempel har stor praktisk betydning.<sup>153</sup> Bestemmelsen skal forsøge at eliminere muligheder for *front running*, der betegner situationer, hvor en handel foretages på baggrund af en forestående kurspåvirkende kundeordre.<sup>154</sup> I vurderingen af, hvorvidt oplysninger om en forestående kundeordre er intern viden, kan forhold som eksempelvis mængde inddrages.<sup>155</sup> Økonomiske eller politiske beslutninger så som lovgivningstiltag, der vil dæmpe, stabilisere eller fremme økonomien, kan desuden i mange tilfælde påvirke det private erhvervsliv og herved det finansielle instrument.<sup>156</sup> Som eksempel kan nævnes ændringer i skattelovgivningen, idet sådanne ændringer kan influere kursen på eksempelvis en aktie, der er udstedt af selskaber inden for bestemte brancher.<sup>157</sup> Herved kan det finansielle instrument indirekte blive påvirket af kursen.

Med afklaringen af, hvad oplysningerne skal vedrøre for, at der kan være tale om intern viden, er det herefter relevant at fastlægge, hvordan disse oplysninger mærkbart ville kunne påvirke kursen på finansielle instrumenter.

### 4.4. Viden som mærkbart ville kunne påvirke kursen

MAR's artikel 7, stk. 4 præciserer hvornår en oplysning mærkbart vil kunne påvirke kursen. Dette er tilfældet, såfremt en fornuftig investor må antages at ville benytte denne som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger. Hvad der nærmere forstås herved, besvarer MAR imidlertid ikke. I mangel på uddybende kilder,

---

<sup>144</sup> MAR art. 7, stk. 1, litra a)

<sup>145</sup> MAR art. 3, stk. 1, nr. 21

<sup>146</sup> Moalem, 2007a, s. 4

<sup>147</sup> Veil, 2017, s. 201

<sup>148</sup> Sag C-19/11, *Markus Gelll mod Daimler AG*

<sup>149</sup> U.2014.3464V (Bioporto)

<sup>150</sup> CESR/06-562b, pkt. 1.15 og CESR/06-562b, pkt. 1.16

<sup>151</sup> CESR/06-562b, pkt. 1.16

<sup>152</sup> Moalem, 2007a, s. 30

<sup>153</sup> Ibid

<sup>154</sup> LSF 13, 06/10/2004, til § 34, stk. 4

<sup>155</sup> CESR/06-562b, pkt. 3.13

<sup>156</sup> Krüger Andersen m.fl., 2014, s. 595

<sup>157</sup> Ibid. Se i øvrigt Moalem, 2007a, s. 31

må fortolkningsbidrag fra MAD og VPHL derfor inddrages. Heraf fremgår det, at der til præcisering af kriteriet skal anvendes en såkaldt fornuftig investor test.<sup>158</sup>

#### 4.4.1. Fornuftig investor testen

Det skal efter fornuftig investor testen vurderes, hvad en hypotetisk modpart sandsynligvis vil inddrage i sine overvejelser om at investere.<sup>159</sup> Hvilken hypotetisk modpart, der konkret skal benyttes som fornuftig investor, fremgår ikke nærmere af MAR. Medlemsstaternes fortolkning af, hvad der skal forstås ved en fornuftig investor, synes endvidere uklar. Nogle medlemsstater har brugt en metode, hvorefter oplysninger, der kunne påvirke enkelte investorers investeringsbeslutning, var nok til at opfylde kravet om kursrelevans.<sup>160</sup> For disse medlemsstater har dette ført til en meget bred anvendelse af testen, hvorefter næsten al information måtte anses for at indgå i en investeringsbeslutning.<sup>161</sup> Som følge heraf indtrådte de bestemmelser, der relaterer sig til intern viden-begrebet tidligere end i andre medlemsstater, når de øvrige kriterier ligeledes var opfyldt.

Det må imidlertid ved brugen af fornuftig investor testen antages at være en forudsætning, at testen er til for at begrænse mængden af information, der kan karakteriseres som intern viden. Der må altså være information, der ganske enkelt ikke er vigtigt nok til at kunne karakteriseres som intern viden.<sup>162</sup> Dette kan i højere grad tale for at anvende en professionel investor som hypotetisk modpart. Finanstilsynet har dog i en vejledning til VPHL tilkendegivet, at den fornuftige investor ikke nødvendigvis er en professionel investor.<sup>163</sup> Dette betyder, at udstederen ifølge Finanstilsynet ikke kan lægge til grund, at

*”den fornuftige investor har de redskaber til rådighed, som en professionel investor har, og herunder har samme muligheder for at foretage beregninger af eksempelvis påvirkningen på udsteders indtjening.”<sup>164</sup>*

I forlængelse heraf anføres det dog, at investorenes subjektive vurderinger ikke har betydning for, om et forhold udgør intern viden. Dette tyder på, at Finanstilsynet alligevel ikke fortolker den fornuftige investor på samme måde som de lande, der har en meget bred tilgang til testen. Det synes dog stadig lidt uklart, hvordan testen konkret skal udføres. ESME har da også foreslået, at der bør være nogle retningslinjer for, hvad der forstås ved en fornuftig investor. Det blev i den forbindelse anbefalet, at man benytter et professionelt investor begreb, idet dette vurderes at være en passende målestok.<sup>165</sup>

Af samme årsag kan man undre sig over, hvorfor det ikke i MAR præciseres nærmere, hvad der skal forstås ved en *fornuftig investor*, når MAD har medført en forskellig fortolkning i medlemsstaterne. Dette forstærkes ved, at der i præamblen til MAR fremgår et ønske om at skabe en større retssikkerhed gennem en nærmere definition af begrebet kursrelevans, idet dette, ligesom begrebet *specifik* viden, er væsentligt for fastlæggelsen af, hvad der forstås ved intern viden.<sup>166</sup> Da fornuftig investor begrebet skal bruges til at fastslå, om en given viden mærkbart vil kunne påvirke kursen, må det formodes, at det ikke er helt uden betydning, hvilken konkret målestok, der anvendes.

Uanset hvilken målestok, der benyttes, er det ikke et krav, at oplysningen afgør udfaldet af en investeringsbeslutning, men det skal påvirke den baggrund, hvorpå investoren handler.<sup>167</sup> Det betyder, at oplysninger, der kan anses for værende bagatelagtige, ikke kan anses som værende en del af det grundlag, hvorpå investoren handler. Bagatelagtige oplysninger, der således ikke kan tillægges betydning eller udelukkende kan tillægges

---

<sup>158</sup> CESR/06-562, s. 6, pkt. 1.11 samt Vejledning nr. 9603

<sup>159</sup> Moalem, 2007a, s. 34

<sup>160</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 9

<sup>161</sup> Krause m.fl., 2013, s. 292

<sup>162</sup> Krause m.fl., 2013, s. 293

<sup>163</sup> Vejledning nr. 9603, s. 2

<sup>164</sup> Ibid

<sup>165</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 9

<sup>166</sup> MAR, præambel nr. 18

<sup>167</sup> Moalem, 2007a, s. 34

en meget ringe betydning, vil ikke være en del af intern viden-begrebet.<sup>168</sup> Der kan dog være omstændigheder, der gør, at bagatelagte oplysninger alligevel får en betydning. I forbindelse med vurderingen af, om en fornuftig investor vil benytte en konkret oplysning, skal de tilgængelige forhåndsoplysninger nemlig inddrages. Dette fremgår af MAR's præambel nr. 14, hvori det anføres, at fornuftige investorer baserer deres beslutninger på de oplysninger, de har til rådighed i forvejen. Konsekvensen heraf kan være, at en oplysning, der i sig selv kan betegnes som bagatelagtig, alligevel får betydning for den fornuftige investors investeringsbeslutning, idet den sidste brik så at sige falder på plads.<sup>169</sup> På den måde kan en ellers bagatelagtig oplysning potentielt være en kursrelevant oplysning.

Et yderligere bidrag til, hvilke oplysninger, der kan forventes at have en mærkbar kurspåvirkning, kan findes i CESR's retningslinjer. Herefter bør man blandt andet tage følgende faktorer i betragtning ved sin vurdering:<sup>170</sup> i) hvorvidt informationen er den samme information, der tidligere har haft en mærkbar kurspåvirkning, ii) hvorvidt foreliggende analytiske rapporter og udtalelser tyder på, at den type oplysning har en mærkbar kurspåvirkning, iii) hvorvidt udstederen tidligere har behandlet lignende begivenheder som intern viden.<sup>171</sup>

Det understreges i den forbindelse, at det ikke skal ses som et definitivt svar på, hvorvidt en given information vil have en mærkbar kurspåvirkning. Der er eksempelvis forskel på, hvad der kan forventes at medføre en mærkbar kurspåvirkning, alt efter hvilket finansielt instrument, der er tale om.<sup>172</sup> Dette er en yderst væsentlig betragtning, da dette betyder, at vurderingen af, om en viden kan betegnes som intern i særdeleshed kommer an på, hvilket finansielt instrument, der er tale om.<sup>173</sup> Til eksempel bestemmes kursen på investeringsbeviser sædvanligvis af de i porteføljen underliggende selskabers værdi, fremfor selve investeringsforeningens forhold.<sup>174</sup> Derfor vil en væsentlig ændring i investeringsforeningen formentlig ikke have nogen betydning for kursen på foreningens investeringsbeviser.

På samme måde må man formentlig forvente, at et bestemt forhold kan have forskellig betydning for det finansielle instruments kursdannelse alt afhængig af, hvilket selskab forholdet vedrører.<sup>175</sup> Ved eksempelvis en kontraktindgåelse må den enkelte kontrakts størrelse derfor opvejes i forhold til selskabets omsætning eller resultat, når det skal vurderes om forholdet er kursrelevant.<sup>176</sup> I andre tilfælde må vurderingen af kursrelevans foretages med udgangspunkt i den betydning, som den pågældende begivenhed har for selskabets strategi.<sup>177</sup>

Det fremgår herefter af ovenstående, hvad der blandt andet skal tages hensyn til ved vurderingen af, om en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte en viden som en del af sit grundlag for en investeringsbeslutning. Spørgsmålet er herefter *hvornår* vurderingen af, om en fornuftig investor må antages at benytte en given oplysning, skal foretages.

---

<sup>168</sup> Moalem, 2007a, s. 35

<sup>169</sup> Ibid

<sup>170</sup> CESR/06-562b, pkt. 1.14

<sup>171</sup> Sidstnævnte krav er i overensstemmelse med en påtale fra NASDAQ (Afgørelser og Udtalelser 2012, nr. 1.11) hvor der blev lagt vægt på, at selskabet tidligere havde offentliggjort oplysninger om en tredjeparts ikke-bindende interesse i at erhverve majoriteten i selskabet. Det var herefter NASDAQ's opfattelse, at der var tale om kursrelevante oplysninger, idet selskabet selv tidligere havde offentliggjort sådan information.<sup>171</sup> Der stilles således krav til udstederens interne behandling af oplysninger, da det er vigtigt, at der foretages en ensartet vurdering af samme typer af forhold og hændelser.

<sup>172</sup> CESR/06-562b, nr. 1.14.

<sup>173</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 77

<sup>174</sup> Ibid

<sup>175</sup> MAR, præambel nr. 14

<sup>176</sup> Krüger Andersen m.fl., 2014, s. 396

<sup>177</sup> jf. eksempelvis Afgørelser og Udtalelser 2008 nr. 1.1.3, hvor Børsen opfattede en pressemeddelelse vedrørende et selskabs nye strategi og organisationsændringer for et forretningsområde for at være egnede til at påvirke kursdannelsen. Børsen lagde blandt andet vægt på, at forretningsområdet udgjorde omkring halvdelen af selskabet, hvorfor der var tale om et væsentligt forretningsområde og at kommunikationen fra selskabet havde lagt vægt på, at der var tale om en strategiændring, som var baseret på større strategiarbejde behandlet af selskabets ledelse, og at der også fra selskabets ledelse havde været fokus på indtjeningsforbedringer. Børsen påtalte derfor, at selskabet ikke havde offentliggjort en selskabsmeddelelse samtidig med pressemeddelelsen.

#### 4.4.2. Tidspunktet for vurdering af kursrelevans

Vurderingen af, hvorvidt en fornuftig investor vil tage en given oplysning i betragtning, skal foretages ex ante, dvs. ud fra oplysningernes forventede virkning.<sup>178</sup>

Vurderingen må herefter foretages ud fra det, man har til rådighed på det tidspunkt, hvor en given oplysning endnu ikke er blevet offentliggjort.<sup>179</sup> Dette er i overensstemmelse med bemærkningerne til den nu historiske værdipapirhandelslov, der anfører følgende:

*”Vurderingen af, hvorvidt en given oplysning, der ikke er offentliggjort, må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, må foretages med baggrund i de oplysninger, som forelå på det tidspunkt, hvor insideren foretager den i forhold til insiderforbudene relevante disposition.”<sup>180</sup>*

Ud fra bemærkningerne tyder det på, at det i princippet er uden betydning, om offentliggørelse af de pågældende oplysninger faktisk medfører en egentlig mærkbar kurspåvirkning på de finansielle instrumenter, som disse oplysninger vedrører for at kunne fastslå, om der foreligger intern viden. Dette er i overensstemmelse med sag C-45/08, *Spector*, hvor EU-Domstolen blev forelagt et præjudicielt spørgsmål om, hvorvidt offentliggørelsen af intern viden skal have påvirket kursen mærkbart, samt hvor stor en kursforskel der i så fald skulle foreligge for, at der er tale om en *mærkbar* kurspåvirkning. EU-Domstolen besvarede spørgsmålet benægtende, idet EU-Domstolen afviste, at det ved en offentliggørelse af intern viden skal undersøges, om der faktisk er sket en kurspåvirkning for at fastlægge, om der forelå intern viden.<sup>181</sup>

Det fremgår i den forbindelse af MAR, at oplysninger, der foreligger efterfølgende, vil kunne bruges til at kontrollere formodningen om, at de tilgængelige forhåndsoplysninger var relevante for kursen.<sup>182</sup> Med formuleringen *”oplysninger, der foreligger efterfølgende”* henvises der formentlig til oplysninger om kursen. NASDAQ har i forbindelse med påtaler vedrørende offentliggørelse af intern viden fremhævet, at offentliggørelsen af et givent forhold har medført store udsving i indvirkning på kursen.<sup>183</sup> Til trods for, at disse oplysninger kan bruges til at kontrollere formodningen om kursrelevans, fremgår det dog direkte af forordningens præambel, at de ikke bør benyttes til at retsforfølge personer, der ud fra de tilgængelige forhåndsoplysninger har draget rimelige konklusioner.<sup>184</sup> Såfremt en person derved har truffet en beslutning på et sagligt grundlag, ligger der en retssikkerhed i, at vedkommendes vurdering ikke vil blive tilsidesat, blot fordi der rent faktisk sker en kurspåvirkning efterfølgende.<sup>185</sup> Markedsdeltagerne skal således på forhånd kunne vurdere, om en given oplysning mærkbart vil kunne påvirke kursen.<sup>186</sup> Dette virker rimeligt, og det letter markedsdeltageres mulighed for at handle i overensstemmelse hermed, og i den forbindelse leve op til de krav, der følger af afsnit 5 og 6 nedenfor.

#### 4.5. Retsvirkningerne af, at der foreligger intern viden

Som det kan ses af ovenstående, har MAR i vidt omfang videreført MAD's definition af intern viden. Retspraksis har dog bidraget til en væsentlig udfyldning af begrebet, ligesom midlertidige skridt nu utvetydigt kan være intern viden i sig selv. Sammenholdt med, at begrebet nu er defineret i en niveau 1 forordning, må dette

<sup>178</sup> MAR, præambel nr. 14

<sup>179</sup> MAR, præambel nr. 14. Se også CESR/02.089d, pkt. 22

<sup>180</sup> LSF 13, 06/10/2004, til § 34, stk. 3, nr. 2

<sup>181</sup> Sag C-45/08, *Spector*, præmis 69 – sagen vil blive gennemgået nærmere i afsnit 6.1.2.

<sup>182</sup> MAR, præambel nr. 15

<sup>183</sup> Afgørelser og Udtalelser 2010, nr. 1.10 og Afgørelser og udtalelser 2003, Nr. 1.5. I sidstnævnte afgørelse fik selskabet en påtale fra fondsbørsen, idet der ikke var udsendt en selskabsmeddelelse samtidig med en pressemeddelelse, som havde medført en faktisk kursstigning på 14 %.

<sup>184</sup> MAR, præambel nr. 15

<sup>185</sup> Moalem, 2007a, s. 36

<sup>186</sup> CESR/02.089d, pkt. 21



i et vist omfang eliminere den tvivl, der har været om begrebets omfang. Ikke desto mindre ligger der for udstederne en udfordring i at vurdere, hvornår oplysninger udgør intern viden.<sup>187</sup>

Som det fremgik af afsnit 2.3, giver intern viden anledning til en række problemstillinger, der skader markedets integritet. I den forbindelse findes der overordnet to måder, som kan håndtere problemet med intern viden. Enten kan man forpligte den bedrevidende part til at oplyse om sin viden, hvorved informationsasymmetrien udjævnes. Ellers kan man forbyde den bedrevidende part at misbruge sin informationsfordel.<sup>188</sup> Reglerne om forpligtelse til at offentliggøre intern viden og reglerne om forbud mod at misbruge den intern viden forfølger samme formål – at reducere tilstedeværelsen af handler, der sker på baggrund af en ikke-offentliggjort viden – da disse handler vil skade markedernes integritet og offentlighedens tillid til markederne.<sup>189</sup>

De to måder behandles i afsnit 5 og 6 nedenfor. Dette vil tydeliggøre, hvordan intern viden-begrebet tilknyttes både oplysningsforpligtelsen samt insiderforbuddene, og hvordan disse, på hver sin måde, forfølger samme formål.

## 5. HÅNDTERING AF INTERN VIDEN Gennem OFFENTLIGGØRELSESFORPLIGTELSEN

Efter at have set på de uønskede effekter ved intern viden, og hvordan intern viden er defineret, vil dette afsnit behandle, hvordan problemet med intern viden kan håndteres gennem en regel om udsteders løbende offentliggørelsespligt. Ikrafttrædelse af MAR har blandt andet medført, at tidspunktet for pligten til at offentliggøre intern viden i henhold til dansk ret er ændret. Netop denne ændring kan medføre et behov for justeringer i eksisterende processer.

### 5.1. Hensynene bag offentliggørelsesforpligtelsen

Som det fremgik af afsnit 2.2. er kapitalmarkedet formentlig ikke informationsmæssig efficient i stærk form. Kurserne er således ikke i stand til at afspejle intern viden, som enkelte individer har adgang til. Som følge heraf må reguleringen sikre, at denne monopolistiske information søges spredt i videst muligt omfang i en stræben efter efficiente kapitalmarkeder.<sup>190</sup>

Offentliggørelsespligten er af betydning for investorbeskyttelsen og tilliden til de regulerede markeder, da samtlige markedsdeltagere får adgang til hurtig og relevant information om udstedere og de værdipapirer, der handles på markederne.<sup>191</sup> En offentliggørelse af intern viden vil således have til formål at sikre et højt informationsniveau, hvorved prisdannelsen sker på et informeret grundlag. Kapitalmarkedet fungerer herefter som en prismekanisme, der leverer kurser, der er så nøjagtige som muligt.<sup>192</sup> Offentliggørelse af information, herunder intern viden, anses i den forbindelse for at være en nødvendighed for at sikre, at kapitalmarkederne fungerer optimalt.<sup>193</sup>

Gennem pligten til at offentliggøre intern viden sikres det, at markedsdeltagerne får adgang til den samme viden således, at ingen herefter besidder en informationsfordel i form af intern viden. Herved elimineres informationsasymmetrien mellem insidere og øvrige investorer, idet alle investorer som følge af den offentliggjorte information kan inddrage informationen i deres beslutningsgrundlag.<sup>194</sup>

I den forbindelse hindrer pligten til at offentliggøre intern viden, at den interne viden misbruges ved insiderhandel eller videredistribueres og danner flere insidere. I litteraturen er det dog tilkendegivet, at formålet med

---

<sup>187</sup> Dette kommer blandt andet til udtryk ved, at Finanstilsynet siden ikrafttrædelsen af MAR har modtaget udsættelseskemaer vedrørende forhold, der ikke efter Finanstilsynets overbevisning kan karakteriseres som intern viden – se <https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Press/Sektornyt/2016/Udsaettelse-af-offentliggoerelse-af-intern-viden>

<sup>188</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 18

<sup>189</sup> MAR, præambel nr. 2 og 49

<sup>190</sup> Østergreen, 2014, s. 99 Se også Lau Hansen 2016a, s. 198

<sup>191</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 1, 1 pkt.

<sup>192</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 5

<sup>193</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 3

<sup>194</sup> Kersting, 2014, s. 17

pligten til at offentliggøre intern viden ikke skal forstås som en regel, der skal bruges til at forhindre insiderhandel.<sup>195</sup> Man bør eksempelvis ikke offentliggøre en intern viden tidligere for at forhindre insiderhandel, da dette kan sammenlignes med, at man ved opførelsen af et hus forsøger at banke et søm i med en sav.<sup>196</sup> Offentliggørelsesforpligtelsen skal derfor nærmere forstås som en regel, der har til formål at informere offentligheden.<sup>197</sup>

Af MAR's præambel fremgår det dog, at det er af afgørende betydning, at udstedere offentliggør intern viden for at undgå insiderhandel.<sup>198</sup> Under alle omstændigheder vil offentliggørelse af intern viden reducere det tidsrum, hvori det er muligt at lave insiderhandel og forebygger derved markedsmisbrug.<sup>199</sup> Offentliggørelse af intern viden er dermed et vigtigt redskab til ikke alene at informere markedet, men også til at mindske risikoen for misbrug af intern viden i form af insiderhandel.

## 5.2. Offentliggørelse af intern viden under MAD

Pligten til at offentliggøre intern viden fremgik tidligere af MAD's artikel 6, stk. 1, hvorefter medlemsstaterne skulle sikre, at udstedere af finansielle instrumenter hurtigst muligt offentliggjorde intern viden, der direkte vedrørte disse udstedere.

Offentliggørelsesforpligtelsen og forbuddet mod insiderhandel var også dengang knyttet op om det samme interne viden-begreb. Forbuddet mod insiderhandel uddybes i afsnit 6, og er udelukkende medtaget i dette afsnit for at illustrere de forskelle, der har været i relation til offentliggørelsestidspunktet. Tidspunktet for, hvornår der skal ske offentliggørelse, kan nemlig give anledning til problemer. Som bekendt er risikoen ved et direktiv, at medlemsstaternes nationale implementering kan forårsage store forskelle mellem medlemsstaternes lovgivning. Dette var præcis det, der skete ved implementeringen af offentliggørelsesforpligtelsen i MAD artikel 6.<sup>200</sup> Som angivet i ESME's rapport, der evaluerer MAD og implementeringen heraf, har vedtagelsen af en enkelt definition af intern viden skabt uoverensstemmelser i medlemsstaternes adfærd samt manglende overholdelse af kravene i direktivet.<sup>201</sup> Som det vil fremgå nedenfor, har der ved implementeringen af artikel 6 i MAD vist sig at være to tilgange. De forskellige implementeringer udgør en omkostning i forhold til at udøve grænseoverskridende aktivitet, og er dermed en forhindring for dannelsen af et fælles kapitalmarked.<sup>202</sup> I det følgende er det derfor relevant at undersøge disse tilgange, samt den danske tilslutning til den ene tilgang. Dette vil bidrage til at forstå hvilke problemer, der har været og synliggøre de ændringer, der er foretaget under MAR. Afsnittene omhandlende MAR vil på mere dybdegående vis analysere pligten til at offentliggøre, og derved udlede gældende ret.

### 5.2.1. Et-trins tilgangen

Ved den ene tilgang var timingen af de to foranstaltninger bundet sammen således, at når en viden kunne kvalificeres som intern viden efter MAD artikel 1, stk. 1, nr. 1, indtrådte både pligten til at offentliggøre den interne viden samt forbuddet mod at handle. Der var herved tale om en et-trins tilgang. Dette gav imidlertid anledning til et problem, der kan beskrives som problemet med en dyne, der er for kort; enten fryser næsen, eller også fryser tærerne.<sup>203</sup> Med dette menes, at såfremt tidspunktet for bestemmelse iværksættelse var det samme, da blev definitionen af intern viden afgørende, idet det var op til denne at bestemme, hvilken del, der ikke skulle have dyne på.

Enten skulle intern viden-begrebet bestå af *usikker* viden, hvilket ville være fordelagtigt for forbuddet mod insiderhandel, men skadeligt for pligten til at offentliggøre intern viden, idet der i så fald skulle offentliggøres

---

<sup>195</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 5

<sup>196</sup> Ibid

<sup>197</sup> Ibid

<sup>198</sup> MAR, præambel nr. 49

<sup>199</sup> LSF 13, 06/10/2004 § 27, stk. 1, 1 pkt. Se også Kersting, 2014, s. 18

<sup>200</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 6

<sup>201</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 1

<sup>202</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 7

<sup>203</sup> Lau Hansen m.fl., 2015, s. 64

rigtig meget.<sup>204</sup> Intentionen hermed fejler intet, idet investorer herved vil få adgang til relevant information så hurtigt som muligt.<sup>205</sup> Offentliggørelse af usikker viden kan dog potentielt mislede markedet, idet det ikke er helt sikkert, at det kommer til at være en realitet.<sup>206</sup>

Ellers skulle intern viden-begrebet udelukkende omfatte sikker viden, eller viden, der næsten er sikkert, hvilket ville være fordelagtigt for pligten til at offentliggøre intern viden, men skadeligt for forbuddet mod insiderhandel.<sup>207</sup> Det ville herefter ikke være insiderhandel, hvis man handlede på baggrund af en viden, der endnu ikke var, eller var tæt på, at være en realitet og herved ville beskyttelsen mod insiderhandel svækkes. Uanset hvordan man gjorde, ville dynen så at sige være for kort, hvis begge bestemmelser knyttede sig til det samme intern viden-begreb.<sup>208</sup>

Nogle af de medlemsstater, der har brugt denne tilgang har formentligt set bort fra dette ved at anvende et snævert intern viden-begreb.<sup>209</sup> Retsgrundlaget for denne opfattelse har været MAD's artikel 1, stk. 1, nr. 1 hvorefter intern viden karakteriseres som *specifik* viden. Argumentet har da været, at information, som var en del af en langvarig proces, som havde et usikkert udfald, ikke var tilstrækkeligt specifik til at kunne karakteriseres som intern viden.<sup>210</sup> Dette blev dog afvist ved Geltl-sagen, som angivet ovenfor i afsnit 4.1.3, hvorefter denne tilgang formentlig ikke var i overensstemmelse med MAD. Under alle omstændigheder gik anvendelsen af et snævert intern viden-begreb udover forbuddet mod insiderhandel, idet der herved ikke var et forbud mod at handle ud fra viden, der ikke ansås for værende tilstrækkelig specifik.

Andre medlemsstaterne har i stedet benyttet de undtagelsesbestemmelser, som oplystes i MAD artikel 6, stk. 2, og herved udsat offentliggørelsen af den interne viden indtil oplysningerne var mere sikre. Hvis en forhandling af en kontrakt eksempelvis stadig var i gang, ventede man med at offentliggøre til forhandlingerne var helt færdige for at beskytte de fortrolige forhandlinger.<sup>211</sup>

Brugen af undtagelsesbestemmelsen i MAD artikel 6, stk. 2 var dog ikke helt uproblematisk.<sup>212</sup> Udstederen kunne under visse forudsætninger udsætte offentliggørelsen for ikke at skade sine berettigede interesser. Til trods for, at denne udsættelsesadgang næsten synes at være anvendt automatisk, var anvendelsesområdet for adgangen til at udsætte formentlig smallere end fortolket af disse medlemsstater, da en undtagelse normalt må fortolkes indskrænkende.<sup>213</sup> Man kan således betvivle, hvorvidt det var legitimt at udsætte offentliggørelsen af intern viden, der var usikker, blot fordi offentliggørelsen ville være ubejljljg for udstederen.<sup>214</sup> Det fremgår da også af ESME's rapport, at midlet til at udsætte offentliggørelse er af begrænset værdi for udstederne.<sup>215</sup> Dette stemmer overens med, at de ikke (legitimt) har kunnet anvende undtagelserne ubegrænset i praksis.

Uanset hvordan tilgangen konkret blev anvendt, var resultatet, at udstedere i mange tilfælde undlod at offentliggøre viden, der ikke var tilstrækkelig specifik.<sup>216</sup>

### 5.2.2. To-trins tilgangen

Andre medlemsstater brugte en tilgang, hvor offentliggørelsen af intern viden samt forbuddet mod insiderhandel forelå på forskellige tidspunkter, selvom begge bestemmelser i udgangspunktet var knyttet op om det samme intern viden-begreb.

---

<sup>204</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 7

<sup>205</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 5

<sup>206</sup> Ibid

<sup>207</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 7

<sup>208</sup> Ibid

<sup>209</sup> Ibid

<sup>210</sup> Ibid

<sup>211</sup> Ibid

<sup>212</sup> Ibid

<sup>213</sup> Ibid. Se i øvrigt Lau Hansen m.fl., 2015, s. 64

<sup>214</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 7

<sup>215</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 1

<sup>216</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 7

Efter denne tilgang forelå der et forbud mod at handle, så snart en viden kunne kvalificeres som intern. Intern viden-begrebet indeholdt også usikre oplysninger, hvorefter forbuddet mod at handle forelå på et tidligt tidspunkt. Forpligtelsen til at offentliggøre den interne viden, indtrådte dog først, når den interne viden var sikker. Af samme årsag kunne denne tilgang betegnes som to-trins tilgangen, idet de to foranstaltninger blev iværksat på forskellige tidspunkter, dvs. i forskellige trin.

Under denne tilgang var det herefter muligt at undlade at offentliggøre indtil forhandlingerne var endeligt på plads.<sup>217</sup> Såfremt der alene var tale om rene formalia, som eksempelvis underskrivelse af kontrakten, forelå der dog en pligt til at offentliggøre.<sup>218</sup> Man kunne i den forbindelse forestille sig, at man ofte har ventet længe med at offentliggøre, idet man eksempelvis ikke har været helt enige om prisen. Under alle omstændigheder har man formentlig ventet *for* længe med at offentliggøre. Denne formodning understøttes af ESME's rapport, som påpeger, at information ikke altid er blevet offentliggjort så hurtigt som muligt.<sup>219</sup> Da usikker viden ifølge denne tilgang imidlertid ikke skulle offentliggøres, var det ikke nødvendigt at anvende bestemmelserne, der tillod at udsætte tidspunktet for offentliggørelse, idet pligten til at offentliggøre endnu ikke var indtrådt. Bestemmelserne om udsættelsesadgang blev derfor sjældent brugt.<sup>220</sup>

Implementeringen af denne tilgang beroede på gennemførelsesdirektivets præcisering af MAD.<sup>221</sup> Artikel 6, stk. 1 i MAD anførte, at udstedere hurtigst muligt skulle offentliggøre intern viden, der direkte vedrørte disse udstedere. Denne bestemmelse blev, på samme måde som intern viden-begrebet, uddybet i gennemførelsesdirektivet, der angav, hvornår en udsteder kunne anses for at have efterlevet artikel 6, stk. 1 i MAD.<sup>222</sup> I den forbindelse gentog artikel 2, stk. 2 i gennemførelsesdirektivet definitionen af intern viden-begrebet. Det var dog udelukkende den del af definitionen, der omhandlede sikker viden, der var medtaget. Artikel 2, stk. 2 i gennemførelsesdirektivet blev således brugt til at begrænse pligten til at offentliggøre.<sup>223</sup> Der var herefter forskel på intern viden-begrebet i relation til offentliggørelse af intern viden og intern viden-begrebet i relation til forbuddet mod at handle, selvom de to bestemmelser i udgangspunktet var knyttet til det samme begreb. Denne forskel støttede således den påstand, at offentliggørelse kun bør iværksættes, når den interne viden var sikker eller næsten sikker.<sup>224</sup>

I praksis var offentliggørelsetidspunktet det samme, hvad enten en medlemsstat benyttede et-trins eller to-trins tilgangen.<sup>225</sup> Der var blandt medlemsstaterne en vis enighed om, at offentliggørelse ikke skulle ske for tidligt. Opstod den interne viden med det samme, var der dog ingen tvivl om, at der skulle offentliggøres straks.<sup>226</sup> Såfremt den interne viden udviklede sig gradvist, var der efter et-trins tilgangen enten ikke tale om viden omfattet af intern viden-begrebet, eller også udsatte man offentliggørelsen. Efter to-trins tilgangen indtrådte oplysningspligten først på et senere tidspunkt, hvorefter man i praksis endte ved det samme tidspunkt som ved et-trins tilgangen. Man kan argumentere for, at to-trins tilgangens måde at gribe det an på var mere hensigtsmæssig, idet man her undgik problemet med den korte dyne og undlod at bruge undtagelsesbestemmelserne til at udsætte en offentliggørelse af intern viden.<sup>227</sup> Danmark var blandt de medlemsstater, der benyttede denne tilgang.

### 5.2.3. Den danske tilgang - Realitetsgrundsætningen

Pligten til at offentliggøre intern viden fremgik i dansk ret af VPHL § 27, stk. 1. Den interne viden som defineret i § 34, stk. 2, skulle herefter offentliggøres hurtigst muligt. VPHL § 27, stk. 1, 2. pkt. bevirkede dog, at udstederen først var forpligtet til at offentliggøre den interne viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold

---

<sup>217</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 8

<sup>218</sup> Ibid

<sup>219</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 6

<sup>220</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 8

<sup>221</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 6

<sup>222</sup> Gennemførelsesdirektivets art. 2, stk. 2

<sup>223</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 7

<sup>224</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 8

<sup>225</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 9

<sup>226</sup> Ibid

<sup>227</sup> Ibid

forelå eller den pågældende begivenhed var indtrådt (en realitet). VPHL § 27, stk. 1, 2. pkt. var dermed et udtryk for en realitetsgrundsætning. Af bestemmelsen fremgik det dog også, at offentliggørelse skulle ske uanset, at rene formaliteter ikke var på plads. Såfremt en aftale udelukkende manglede at blive underskrevet, havde selskabet således en pligt til at offentliggøre det pågældende forhold eller begivenhed.<sup>228</sup>

Retstilstanden i Danmark understøttes blandt andet af U.2006.3359H (Jørn Vase). Sagen vedrørte en fusion mellem RealDanmark og Danske Bank. I en selskabsmeddelelse udsendt den 2. oktober 2000 fremgik det, at bestyrelserne i de to selskaber anbefalede en fusion af selskaberne i Danske Banks navn. I den forbindelse udsendte RealDanmark samme dag et tilbud om aktieudbytning til sine aktionærer. Jørn Vase, der kort forinden havde solgt sine aktier i RealDanmark anlagde derfor sag ved Landsretten med påstand om, at der var sket en tilsidesættelse af VPHL § 27, idet meddelelsen var offentliggjort for sent. I henhold til sagsøger skulle offentliggørelsen allerede være sket ved de indledende fusionsforhandlinger primo august. Landsretten fandt dog frem til, at det ikke var i strid med offentliggørelsesforpligtelsen, at planerne om fusionen først var sket på det tidspunkt, der forelå en reel beslutning om fusionen. Først på bestyrelsesmødet den 1. oktober 2000 blev den endelige beslutning om fusion truffet. Indtil da havde forhandlingerne ikke haft en så fast karakter, at der var grundlag for offentliggørelse. I henhold til Landsretten var offentliggørelsen derfor sket rettidig.<sup>229</sup> Det skal bemærkes, at parterne i sagen var enige om, at der forelå intern viden. Uanset dette blev det konstateret, at en senere offentliggørelse var rettidig. Det ses således, at offentliggørelsespligten bygger på en realitetsgrundsætning.

Når pligten til at offentliggøre indtrådte, var det i enkelte tilfælde legitimt at udsætte offentliggørelsen. Efter VPHL § 27, stk. 6 kunne en udsteder på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden efter stk. 1, når tre kriterier var opfyldt. Disse betingelser for udsættelse blev videreført i MAR, og vil derfor blive behandlet i afsnit 5.4. nedenfor, der udleder retsstillingen i dag. Det bemærkes dog, at adgangen til at udsætte udelukkende kunne anvendes *efter* at pligten til at offentliggøre intern viden forelå. Da pligten til at offentliggøre intern viden forelå, når en begivenhed eller et forhold var en realitet, kunne udsættelsesadgangen således udelukkende anvendes fra det tidspunkt, hvor der forelå en realitet til begivenheden blev formaliseret.<sup>230</sup> Af samme årsag var udsættelsesadgangen meget begrænset, og nok reelt uden betydning på grund af realitetsgrundsætningen.

### 5.3. Offentliggørelse af intern viden under MAR

#### 5.3.1. Realitetsgrundsætningens ophævelse

Pligten til at offentliggøre intern viden fremgår nu af MAR artikel 17, stk. 1. Efter denne skal en udsteder hurtigst muligt offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne udsteder. I forhold til intern viden-begrebet er pligten til at offentliggøre således indsnævret til de forhold, der *direkte* vedrører denne udsteder. Andet ville dog også være ekstremt byrdefuldt og på grænsen til det umulige.

Ordlyden af artikel 17 svarer i vidt omfang til VPHL § 27, stk. 1, 1. pkt. En væsentlig ændring i forhold til tidligere er dog, at VPHL § 27, stk. 1, 2. pkt. ikke fremgår af MAR. Det bliver herefter særlig vigtigt, hvad der forstås ved begrebet intern viden, idet dette begreb nu endegyldigt knyttes op om offentliggørelsesforpligtelsen. Som det fremgik af afsnit 4.1, omfatter intern viden-begrebet tillige oplysninger, der endnu ikke er en realitet. Det står herefter klart, at realitetsgrundsætningen ikke kan opretholdes ved ikrafttrædelse af MAR, og forordningen har derfor medført en væsentlig ændring for dansk rets vedkommende.

---

<sup>228</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 1, nr. 2. Dette er også i overensstemmelse med A&U 2004, 1.1, hvor et selskab fik en påtale, fordi selskabet ikke straks havde offentliggjort en selskabsmeddelelse, da en aftale reelt var indgået. Selskabet kunne således ikke vente med at offentliggøre indgåelse af aftalen til aftalen blev underskrevet.

<sup>229</sup> Landsrettens dom blev senere stadfæstet af Højesteret med henvisning til de grunde, der var anført af Landsretten. Det bemærkes, at Fondsbørsen og Fondsrådet forinden havde behandlet sagen, og var kommet frem til samme resultat. Fire instanser slog således utvetydigt fast, at oplysningsforpligtelsen først indtræder, når et forhold er en realitet.

<sup>230</sup> Lau Hansen, 2013, s. 229

Som set ovenfor har der forinden MAR været betydelige forskelle i måden, hvorpå medlemsstaterne tidligere implementerede pligten til at offentliggøre intern viden. At der er valgt en løsning, hvor offentliggørelsestidspunktet efter dansk ret fremrykkes og mere intern viden derved skal offentliggøres, er dog ikke helt problemfrit. For tidlig offentliggørelse kan føre til information overload og reducere gennemsigtigheden på markedet, fordi oplysningerne endnu ikke helt er til at stole på. Herved synes reglens formål at svigte, fordi der potentielt skabes mere forvirring end oplysning.<sup>231</sup> For tidlig oplysning kan være en fordel for kortsigtede investorer og nyhedsbureauer, men næppe for en fornuftig investor.<sup>232</sup>

Ikke desto mindre har Europa-Parlamentet og Rådet med MAR valgt at benytte en et-trins tilgang. Pligten til at offentliggøre intern viden samt forbuddet mod at handle indtræder således på det samme tidspunkt. Lovgivers holdning hertil har dog ikke ubetinget været et-trins tilgangen, som det ses af nedenstående.

### 5.3.2. Udviklingen under MAR

Kommissionens forslag til MAR tyder på en erkendelse af de problemer, som et-trins tilgangen havde medført. I lovforslaget stod således følgende i præambel nr. 14:

*“Intern viden kan misbruges, inden en udsteder er forpligtet til at offentliggøre den. Forløbet af kontraktforhandlinger, betingelser, der er nået foreløbig enighed om i kontraktforhandlinger, muligheden for placering af finansielle instrumenter, betingelserne, hvorunder finansielle instrumenter vil blive markedsført, eller foreløbige betingelser for placering af finansielle instrumenter kan være relevant viden for investorer. Sådant viden bør derfor betragtes som intern viden. Dog kan det tænkes, at sådan viden ikke er tilstrækkelig nøjagtig til, at udstederen er forpligtet til at offentliggøre den. I så fald bør forbuddet mod insiderhandel gælde, men udstederens forpligtelse til at offentliggøre denne viden bør ikke.”*

Dette tyder på en anerkendelse af, at intern viden-begrebet strakte sig bredere end som så, idet også relevant information, som angivet i præambelen, var omfattet. Derudover tyder det på, at lovgiver oprindeligt søgte en løsning, hvor pligten til at offentliggøre indtrådte efter forbuddet mod at handle, nemlig en to-trins tilgang. Lovgiver videreførte dog ikke artikel 2, stk. 2 i gennemførelsesdirektivet, som nogle af medlemsstaterne tidligere havde anvendt som hjemmel til at anvende to-trins modellen og herunder begrænse pligten til at offentliggøre.<sup>233</sup> Kommissionen tilføjede i stedet en ny form for intern viden i artikel 6, stk. 1, litra e). Intern viden-begrebet var i udgangspunktet det samme som i MAD, men med forslaget om at indføre artikel 6, stk. 1, litra e), blev det muligt at differentiere mellem tidspunkterne for de to bestemmelsers indtræden. Viden omfattet af litra e) indeholdte:

*”Viden, der ikke falder ind under litra a), b), c) eller d), og som vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter, der generelt ikke er tilgængelige for offentligheden, men som, hvis de var tilgængelige for en fornuftig investor, der regelmæssigt handler på markedet og med det finansielle instrument [...] ville blive anset af denne person som relevante ved fastlæggelsen af betingelserne for, hvordan transaktionerne med det finansielle instrument [...] bør berøres heraf.”*

Forbuddet mod at handle relaterede sig til alle former for intern viden, herunder også intern viden som defineret i artikel 6, stk. 1, litra e). Pligten til at offentliggøre intern viden fandt derimod ikke anvendelse på de oplysninger, som udgjorde intern viden i den betydning, der var beskrevet i artikel 6, stk. 1, litra e).<sup>234</sup> Dermed indtrådte forbuddet mod at handle på et tidligere tidspunkt end pligten til at offentliggøre intern viden. Formålet med at indsætte den nye type af information i litra e) var netop at gøre det eksplicit, at det ikke er lovligt

---

<sup>231</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 1

<sup>232</sup> Lau Hansen, 2012, s. 5

<sup>233</sup> Som omtalt i afsnit 5.2.2.

<sup>234</sup> Forslaget til MAR art. 12, stk. 3

at handle på baggrund af information, der er *relevant*, men ikke præcis nok til at blive offentliggjort af udstederen.<sup>235</sup> Da man således sondrede mellem information, hvorpå man ikke måtte handle, og information, der skulle offentliggøres, var der tale om en to-trins tilgang.<sup>236</sup>

De fleste medlemsstater var angiveligt enige i anvendelsen af to-trins tilgangen, men ikke nødvendigvis i det konkrete forslag, som foreslået af Kommissionen.<sup>237</sup> En årsag hertil kan være, at en så bred definition af intern viden-begrebet ville gå udover dialogen mellem selskab og aktionærer, idet selskabet ville føle sig begrænset i sin mulighed for at kommunikere.<sup>238</sup> De europæiske institutioner opfordrer netop til interaktion mellem selskab og aktionærer,<sup>239</sup> hvorfor denne effekt af bestemmelsen ville være u hensigtsmæssig. I formandsskabets kompromis af den 2. maj 2012 var den ekstra definition af intern viden i artikel 6, stk. 1, litra e) da også taget ud.

I formandsskabets kompromis af den 22. maj 2012 forsøgte man sig formentlig med en anden definition af intern viden, der gjorde, at intern viden-begrebet strakte sig bredere end som så. Definitionen af specifik viden i artikel 6, stk. 2 var således udvidet, idet det nu fremgik, at ved en proces, der foregår trinvis, kan et mellemtrin i en langvarig proces i sig selv udgøre en hændelse, der er opstået uanset om resultatet af processen allerede med rimelig kan forventes at forekomme. Det fremgår heraf, at et mellemtrin i en langvarig proces også kan udgøre intern viden.

Dertil var der i artikel 12, stk. 1 vedrørende offentliggørelse af intern viden tilføjet, at offentliggørelse skulle ske, når den interne viden var sandsynlig, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke var formaliseret. Dette tyder på, at lovgiver har forsøgt at finde en løsning, hvor udvidelsen af intern viden-begrebet ikke nødvendigvis betød, at al information, der kunne betegnes som intern viden, skulle offentliggøres. Samtidig var præambel nr. 14 i forordningen stadig at finde, hvilket tillige tydede på, at lovgiver stadig forsøgte at finde en tilgang, der tillod at pligten til at offentliggøre intern viden indtrådte på et senere tidspunkt end forbuddet mod at handle.<sup>240</sup>

I formandsskabets kompromis af den 3. september 2012 blev der indsat en ny betragtning 12a, der, inspireret af Geltl sagen fastslog, at et mellemliggende trin i en længerevarende proces i sig selv kunne udgøre en række forhold eller en hændelse, der forelå eller indtrådte eller *med rimelighed* kunne komme til at foreligge eller indtræde. Det blev med andre ord tydeliggjort, at mellemliggende trin i sig selv kunne udgøre intern viden, uanset at mellemliggende trin var af usikker karakter.<sup>241</sup>

Dertil var tilføjjelsen til artikel 12, stk. 1 taget ud igen. I stedet var det tilføjet til bestemmelsen, at ved en proces, der sker i forskellige trin, skal den interne viden, der relaterer sig til denne proces, kun offentliggøres, når slutstadiet opfylder kriterierne for intern viden i henhold til forordningen. Lovgiverne blev altså ved med at forsøge at fastholde, at forbuddet mod at handle indtrådte tidligere end pligten til at offentliggøre den interne viden.

I formandsskabets kompromis af den 4. oktober 2012 blev denne tilføjjelse dog fjernet igen. Præambel nr. 14, der fastslog, at offentliggørelse af intern viden kunne ske på et senere tidspunkt end forbuddet mod at handle indtrådte, var dog stadig at finde. Det skulle dog ikke vare længe. I formandsskabets kompromis af den 31. oktober 2012 blev denne betragtning fjernet. Indtil dette tidspunkt har lovgiver formentlig forsøgt at anvende to-trins tilgangen, men har efter gentagne forsøg måttet erkende, at der ikke kunne findes en acceptabel løsning.

---

<sup>235</sup> Council of EU, doc. 11535/12, s. 2

<sup>236</sup> Ibid

<sup>237</sup> Ibid

<sup>238</sup> Di Noia, 2012, s. 519

<sup>239</sup> Ibid

<sup>240</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 21

<sup>241</sup> Council of EU, doc. 133313/12, art. 6, stk. 2

Lovgiver måtte i stedet forsøge at anvende et-trins tilgangen. Hvordan lovgiver endte med at løse de problemer, man tidligere havde set ved brug af et-trins tilgangen, vil blive behandlet i afsnit 5.6. Inden da er det dog indledningsvist relevant at se nærmere på, hvornår den interne viden i udgangspunktet skal offentliggøres, samt hvilke udfordringer ophævelsen af realitetsgrundsætningen har medført i relation til offentliggørelse af regnskabsoplysninger.

### 5.3.3. Den konkrete offentliggørelsespligt

Som nævnt ovenfor skal den interne viden efter artikel 17 offentliggøres *hurtigst muligt* af udstederen.<sup>242</sup> Dette er af hensyn til markedets interesse i at få hurtig og sikker information om kursrelevante forhold.<sup>243</sup> Jo hurtigere den interne viden offentliggøres, i desto højere grad vil kurserne afspejle denne interne viden.<sup>244</sup> Det er dog ikke alene hastigheden, der må anses for at have betydning ved en offentliggørelse. Ved offentliggørelsen skal udstederen nemlig ifølge artikel 17, stk. 1, andet afsnit sikre, at den interne viden offentliggøres på en måde, som muliggør hurtig adgang til – og en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af denne viden i offentligheden. Et krav herom må bidrage til, at kurserne i højere grad reflekterer informationen 'korrekt' således, at investorerne ikke vildledes. Hensynet til, at markedet skal have den interne viden *hurtigst muligt* skal herefter afvejes overfor det forhold, at markedet også skal være i stand til at foretage en *fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering*, af den interne viden, der offentliggøres. Det fremgår ikke af MAR, hvad der nærmere skal forstås ved disse begreber, herunder hvorledes en sådan afvejning foretages, hvorfor især bidrag fra VPHL's forarbejder må inddrages.

Ved *hurtigst muligt* forstås ifølge bemærkningerne til VPHL, at der ikke må gå et længere tidsrum end hvad, der er nødvendigt for, at udstederen kan nå at udfærdige en selskabsmeddelelse.<sup>245</sup> Udstedere skal i dette tidsrum vurdere, om forholdet udløser en pligt til at offentliggøre, og hvilket indhold selskabsmeddelelsen i givet fald skal have. Den præcise længde af perioden beror på en konkret vurdering.<sup>246</sup> I nogle tilfælde kan hurtigst muligt forstås som et par timer.<sup>247</sup> I andre tilfælde kan det være kortere tid.<sup>248</sup> Under alle omstændigheder vil et par dage formentlig sjældent være i overensstemmelse med *hurtigst muligt*.<sup>249</sup>

ESMA giver udtryk for, at det i tilfælde af en uventet og væsentlig begivenhed kan være nødvendigt, at udstederen har tid til at afklare situationen.<sup>250</sup> I forlængelse heraf tilkendes det, at en sådan adgang snarere bør fremgå af begrebet *hurtigst muligt* under offentliggørelsespligten end af udsættelsesadgangen.<sup>251</sup> Det skal således ikke opfattes som en udsættelse, at det er nødvendigt at foretage visse afklaringer inden informationen offentliggøres, men nærmere, at informationen er offentliggjort hurtigst muligt. Hvad der konkret skal forstås ved 'tid til at afklare situationen', er dog uvist. Under alle omstændigheder vil det ikke kunne rummes i begrebet *hurtigst muligt*, at udstederen belyser samtlige konsekvenser af et givent forhold, såfremt disse yderligere konsekvenser må anses for værende uvæsentlige i forhold til de konsekvenser, der allerede er kendt.<sup>252</sup>

At udstederen skal sikre, at markedet kan foretage en *fuldstændig, korrekt og rettidig* vurdering af den offentliggjorte, tidligere interne viden, har ifølge bemærkningerne til VPHL til formål at sikre, at den offentliggjorte

---

<sup>242</sup> For metoder til offentliggørelse af intern viden, se gennemførelsesforordning 2016/1055, hvor det blandt andet fremgår, at intern viden skal formidles til at så bred en modtagerskare som muligt

<sup>243</sup> LSF 13, 06/10/2004, bemærkninger til nr. 13

<sup>244</sup> Østergreen, 2014, s. 103

<sup>245</sup> LFS 49, 09/11/2010, § 27, stk. 2, 3. pkt. Se eksempelvis NASDAQ OMX Københavns Afgørelser og Udtalelser i 2012, hvor børsen ikke fandt, at en bestyrelsesbeslutning skulle afvente godkendelse af referatet før beslutning om at udskifte direktionen skulle offentliggøres.

<sup>246</sup> LFS 49, 09/11/2010, § 27, stk. 2, 3. pkt.

<sup>247</sup> Ibid

<sup>248</sup> Vejledning nr. 9603, s. 7

<sup>249</sup> Se eksempelvis Nasdaq Københavns Afgørelser og Udtalelser 2017, hvor Roving A/S fik en påtale for først at offentliggøre intern viden om godkendelsen af et produkt om fredagen, når tilladelsen blev givet om tirsdagen.

<sup>250</sup> Consultation Paper, ESMA, 2016/162, afsnit 67

<sup>251</sup> Ibid

<sup>252</sup> Lau Hansen, 2013, s. 192



information er af en sådan kvalitet, at den umiddelbart kan danne basis for investorernes vurdering af de omtalte forhold.<sup>253</sup> En fuldstændig og korrekt vurdering må referere til, at investoren udelukkende ud fra den offentliggjorte information kan forstå indholdet heraf og være i stand til at vurdere betydning heraf.<sup>254</sup> At vurderingen ligeledes skal være rettidig betyder, at informationen skal være affattet på en sådan måde, at en investor hurtigt kan danne sig et overblik over informationen. Dette kan eksempelvis sikres gennem et resume i relation til offentliggørelsen af den interne viden.<sup>255</sup> Ved rettidig må også forstås, at offentliggørelsen af dårlige nyheder ikke blot kan vente til, at der ligeledes er gode nyheder, der skal offentliggøres.<sup>256</sup>

Et bidrag til hvordan man afvejer de modsatrettede hensyn, kan findes i Finanstilsynets beslutning af 9. december 2013. Novo-Nordisk havde i den forbindelse fredag den 8. februar 2013 modtaget et såkaldt Complete Response Letter (CRL) fra de amerikanske sundhedsmyndigheder vedrørende deres patentansøgninger på to insulinpræparater. Modtagelsen af et CRL betød, at ansøgningerne ikke kunne godkendes i den foreliggende form. De amerikanske sundhedsmyndigheder udbad sig i den forbindelse yderligere data før ansøgningerne kunne færdigbehandles.<sup>257</sup> Novo Nordisk arbejdede formentlig på at afdække, hvilke konsekvenser afgørelsen havde for selskabet, inden Novo Nordisk kl. 21:09 søndag den 10. februar 2013 udsendte en selskabsmeddelelse. Finanstilsynet anførte i den forbindelse, at offentliggørelsespligten indtrådte fredag den 8. februar 2013 efter afslutningen af en intern telefonkonference, der blev afholdt hos Novo Nordisk fra kl. 21:00 til ca. kl. 22:00.<sup>258</sup> Det blev herefter gjort klart, at:

*”det forhold, at et selskab har som løbende praksis i forbindelse med offentliggørelse af intern viden at uddybe for investorerne, hvilken påvirkning den offentliggjorte viden har på selskabets forventninger, kan ikke berettige, at udsteder dermed reelt kan udskyde tidspunktet for, hvornår udsteder er forpligtet til at offentliggøre den interne viden. [...] eventuelle branchestandarder eller opbyggede forventninger hos markedet, kan ikke tilsidesætte denne forpligtelse for markedet.”<sup>259</sup>*

Dette indikerer, at der er grænser for, hvor mange konsekvensberegninger et selskab har lov at foretage med henblik på at sikre kvaliteten af den offentliggjorte information. Investorer skal med andre ord formentlig ikke have en dybdegående analyse af konsekvenserne. Det bærende hensyn synes herefter at være, at markedet hurtigst muligt får adgang til informationen. Dette understøttes af Finanstilsynets henvisning til lovbemærkningerne i VPHL, hvori det angives, at der ikke må gå et længere tidsrum end hvad der er nødvendigt for, at udstederen kan udarbejde en selskabsmeddelelse.<sup>260</sup>

Den omtalte pligt til at offentliggøre intern viden er en løbende pligt i modsætning til offentliggørelse af finansielle rapporter, der skal foretages periodisk. En udsteder har i henhold til den nugældende § 27, stk. 1 i VPHL en pligt til at offentliggøre såvel årsrapport som halvårsrapport. Selvom en intern viden vil blive offentliggjort i forbindelse med den periodiske offentliggørelse, skal forholdet offentliggøres særskilt uanset, at det ville være bekvemt at vente indtil de periodiske oplysninger skulle offentliggøres.<sup>261</sup> Den interne viden, der opstår under udarbejdelsen af de finansielle rapporter, har imidlertid givet anledning til en række udfordringer hos udstederne, hvilket vil blive belyst i det følgende.

#### 5.3.3.1. Offentliggørelse af regnskabsoplysninger

I kølvandet af MAR's ikrafttrædelse har der i forbindelse med oplysningsforpligtelsen været et særligt fokus på offentliggørelsen af regnskabsoplysninger. Udstedere har tidligere offentliggjort den interne viden, der opstod i forbindelse med udarbejdelse af regnskabsoplysninger, når disse blev en realitet, dvs. sædvanligvis når

<sup>253</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 4, 1. pkt.

<sup>254</sup> Ibid

<sup>255</sup> Ibid

<sup>256</sup> Lau Hansen, 2013, s. 192

<sup>257</sup> [http://www.novonordisk.com/content/Denmark/HQ/www-novonordisk-com/en\\_gb/home/media/news-details.1676900.html](http://www.novonordisk.com/content/Denmark/HQ/www-novonordisk-com/en_gb/home/media/news-details.1676900.html)

<sup>258</sup> Sag offentliggjort den 10. december 2013 (Novo Nordisk A/S)

<sup>259</sup> Sag offentliggjort den 10. december 2013 (Novo Nordisk A/S)

<sup>260</sup> LFS 49, 09/11/2010, § 27, stk. 2, 3. pkt.

<sup>261</sup> Lau Hansen, 2013, s. 193

årsrapporten blev godkendt af bestyrelsen.<sup>262</sup> Som følge af MAR ophæves realitetsgrundsætning, hvorfor offentliggørelse nu skal ske, når udstederen reelt begynder at danne sig et samlet billede af sin finansielle stilling ud fra regnskabsoplysningerne. Herefter vil man være nødt til at benytte udsættelsesadgangen, såfremt man ønsker, at den interne viden skal offentliggøres periodisk sammen med resten af rapporten. Adgangen til at udsætte vil blive belyst i afsnittet nedenfor, men en legitim interesse i denne sammenhæng vil formentlig være, at et andet ledelsesorgan skal godkende det forhold, som den interne viden vedrører.<sup>263</sup> Som det vil fremgå nedenfor i afsnit 5.4.1, er dette udgangspunkt ikke helt problemfrit, idet adgangen til at udsætte på baggrund af et andet ledelsesorgans godkendelse, forekommer begrænset.

Spørgsmålet bliver herefter, om man kan argumentere for, at intern viden skal offentliggøres periodisk, dvs. sammen med resten af årsrapporten. Det faktum, at der efter VPHL § 27 følger en pligt til at offentliggøre *regnskabsoplysninger*, kan formentlig tale for, at der på dette område er lex specialis regulering, hvorved forpligtelsen til at offentliggøre intern viden sættes ud af kraft.<sup>264</sup> I så fald vil den interne viden, der opstår under arbejdet med regnskabsoplysningerne, først skulle offentliggøres sammen med selve regnskabet. Dette udgangspunkt må blandt andet ses ud fra udstederens pligt til at offentliggøre en finanskalender, hvori det anføres, hvornår offentliggørelse af blandt andet årsregnskabsmeddelelser og delårsrapporter finder sted. Denne kalender skal offentliggøres forud for begyndelsen af hvert regnskabsår.<sup>265</sup> Når den interne viden skal offentliggøres sammen med et regnskab, kunne man finde det urimeligt, at man ikke var klar over, hvornår den interne viden blev offentliggjort. Men med udsteders pligt til at offentliggøre en finanskalender, er markedet klar over, hvornår regnskabsoplysningerne offentliggøres, og kan dermed forberede sig herpå. Såfremt regnskabsoplysninger herefter offentliggøres på de på forhånd tilkendegivne datoer, kan dette begrunde, at offentliggørelsen må anses for værende *rettidig*.<sup>266</sup> Finanstilsynet er dog af den opfattelse, at udstederen ikke kan vente med at offentliggøre intern viden til offentliggørelsen af en finansiell rapport.<sup>267</sup>

Udfordringen bliver herefter at afklare, hvilke informationer i regnskabsoplysningerne, der kan karakteriseres som intern viden. Det afgørende vil efter Finanstilsynets opfattelse være, om den viden, der opstår undervejs, er indenfor de tidligere offentliggjorte finansielle mål. Hvis dette er tilfældet, vil der ikke være tale om intern viden.<sup>268</sup> Såfremt den finansielle information ikke kan rummes inden for de tidligere offentliggjorte forventninger, vil der være tale om intern viden, der skal offentliggøres hurtigst muligt. Udstederen kan herefter være forpligtet til at offentliggøre denne viden, på trods af, at man endnu ikke er nået til den planlagte dato for offentliggørelse efter finanskalenderen. Det vil dog udelukkende være de oplysninger, der kan karakteriseres som intern viden, der skal offentliggøres, og derved eksempelvis ikke hele års – eller halvårsrapporten.<sup>269</sup>

Finanstilsynet angiver i en vejledning nogle eksempler på, hvornår en viden henholdsvis ligger inden for og uden for allerede offentliggjorte finansielle mål. Dog synes der at være tale om eksempler, hvor det er forholdsvist tydelige afvigelser. Udstederne kan derved potentielt mangle vejledning i forbindelse med mindre afvigelser fra de tidligere offentliggjorte informationer.

Helt overordnet må det konstateres, at ændringerne i MAR medfører, at oplysningerne i fremtiden skal offentliggøres på et tidligere tidspunkt. Dette kan i visse tilfælde synes u hensigtsmæssigt, fordi der rent praktisk kan forekomme situationer, hvor en intern viden ikke kan bære at blive offentliggjort. Denne problemstilling tager udsættelsesadgangen i MAR artikel 17, stk. 4 dog hånd om.

---

<sup>262</sup> Søgaard m.fl., 2017, s. 4

<sup>263</sup> MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478, s. 5

<sup>264</sup> Søgaard m.fl., 2017, s. 4

<sup>265</sup> Nasdaq Copenhagen, regler for udstedere af aktier, 3. juli 2016, afsnit 3.3.16

<sup>266</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 28

<sup>267</sup> Udkast til vejledning af 10/02/2017, s. 4

<sup>268</sup> Udkast til vejledning af 10/02/2017, s. 2

<sup>269</sup> Udkast til vejledning af 10/02/2017, s. 5

## 5.4. Udsættelsesadgangen under MAR

Efter MAR artikel 17, stk. 4 kan en udsteder på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, hvis a) øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade udstederens legitime interesser, b) udsættelsen ikke vil vildlede markedet og c) at udstederen er i stand til at sikre fortrolighed. Det er herefter relevant at se på adgangen til at udsætte samt i hvilket omfang denne adgang er udvidet under MAR.

### 5.4.1. Udstederens legitime interesser

Det er indledningsvist et krav for udsættelsen, at en øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade udstederens legitime interesser.<sup>270</sup> I modsætning til tidligere, hvor der var lovregulerede eksempler på legitime interesser, fremgår det ikke direkte af MAR, hvad der anses for at være en legitim interesse. I stedet angiver forordningens præambel nr. 50 nogle eksempler og til uddybning heraf har ESMA i overensstemmelse med artikel 17, stk. 11 udstedt retningslinjer for, hvad der kan udgøre en udsteders legitime interesser.<sup>271</sup> Formålet hermed er selv-sagt at bistå udstedere i forbindelse med deres eventuelle beslutning om at udsætte offentliggørelse af intern viden, som ellers skulle offentliggøres i henhold til § 17, stk. 1.

ESMA oplister seks eksempler, hvortil en umiddelbar offentliggørelse vil skade udstederens legitime interesser. I relation hertil vil en legitim interesse i at udsætte offentliggørelse være, at udstederen fører forhandlinger, hvor resultatet heraf sandsynligvis ville blive sat på spil, såfremt der offentliggøres med det samme. Der kan eksempelvis være tale om igangværende forhandlinger i forbindelse med fusioner, overtagelser, opkøb eller overdragelser af væsentlige selskabsaktiviteter, ligesom eksempelvis omstruktureringer og organisationsomlægninger kan være legitime interesser, der kan begrunde en udsættelse.<sup>272</sup> Dette eksempel svarer i et vist omfang til VPHL tidligere § 27, stk. 6, nr. 1, 1. pkt., men retningslinjerne bidrager i den forbindelse til en vis udfyldning af undtagelsen ved at inddrage eksempler på hvad igangværende forhandlinger kan være. Det bemærkes dog, at ESMA's ordlyd er smallere end den ordlyd, der følger af forordningens præambel. Ifølge sidstnævnte kan legitime interesser være:

*”igangværende forhandlinger, eller dermed forbundne elementer, når disse forhandlingers resultater eller sædvanlige forløb må antages at blive påvirket af en offentliggørelse.”<sup>273</sup>*

Med denne formulering står det klart, at eksempelvis igangværende fusionsforhandlinger kan udsættes, hvis det sædvanlige forløb kan påvirkes af en offentliggørelse. Denne formulering om ”det sædvanlige forløb” følger dog ikke af retningslinjerne. Det er herefter uklart, hvorvidt ESMA har ønsket at indskrænke udsættelsesadgangen i retningslinjerne. Det bør dog erindres, at de eksempler, der oplistes i retningslinjerne ikke er udtømmende, og at MAR er et udtryk for niveau 1 regulering, mens de af ESMA udarbejdede retningslinjer er niveau 3 regulering. Sidstnævnte skal derfor, ud fra en retskildehierarkisk betragtning, ikke adskille sig fra MAR.

En anden legitim interesse er en situation, hvor udstederens økonomiske overlevelsesmulighed er i alvorlig og overhængende fare uden, at situationen dog bringer udstederen ind under anvendelsesområdet for den gældende insolvenslovgivning. Dette er dog under forudsætning af, at en umiddelbar offentliggørelse af den interne viden vil skade de eksisterende og potentielle aktionærers interesse i alvorlig grad, idet de forhandlinger, der skal sikre den økonomiske genopretning, sættes på spil.<sup>274</sup> Dette eksempel svarer til VPHL § 27, stk. 6, nr. 1, 2. pkt., hvor ordlyden dog er ændret en smule fra tidligere. Det fremgår herunder ikke af retningslinjerne, at det er den økonomiske genopretning på *lang sigt*, man søger at sikre, som det ellers er angivet i VPHL samt i forordningens præambel nr. 50. ESMA forklarer i den forbindelse, at man er af den opfattelse, at en vellykket afslutning af forhandlinger, der skal sikre udstederens ’kortsigtede’ finansielle genopretning, også kan udgøre en legitim interesse der berettiger udsættelse.<sup>275</sup> Dette må anses for at være en udvidelse af anvendelsesområdet

<sup>270</sup> MAR art. 17, stk. 4, litra a)

<sup>271</sup> MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478

<sup>272</sup> MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478, s. 4

<sup>273</sup> MAR, præambel nr. 50

<sup>274</sup> MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478, s. 4-5

<sup>275</sup> Final Report, ESMA/2016/1130, 13/07/2016, afsnit 3.2.1, pkt. 58

for adgangen til at udsætte, og da eksemplerne i forordningens præambel ikke er udtømmende, er der formentlig ikke noget i vejen herfor.

En yderligere legitim interesse kan være tilfældet, hvor den interne viden omhandler beslutninger eller kontrakter, der er truffet eller udfærdiget af ledelsesorganet, men som ifølge national lovgivning eller udstederens vedtægter skal godkendes af et andet organ end aktionærernes generalforsamling for at træde i kraft.<sup>276</sup> Dette forudsætter, at a) en umiddelbar offentliggørelse af den interne viden, forinden den afgørende beslutning træffes af det andet organ, vil sætte offentlighedens korrekte vurdering af den pågældende viden på spil, samt b) at udstederen sørger for, at den afgørende beslutning træffes hurtigst muligt. ESMA nævner konkret, at eksemplet finder anvendelse i lande, hvor man har et tostrengt ledelsessystem.<sup>277</sup> Her vil nogle større beslutninger skulle træffes af en bestyrelse. Dette er eksempelvis tilfældet i Danmark, hvor direktionen ifølge selskabslovens § 117 blot varetager den daglige ledelse af selskabet, og således ikke dispositioner, der efter kapitalsselskabets forhold er af usædvanlig art eller stor betydning.

I forhold til kriterium a) vil dette eksempelvis være tilfældet, såfremt der kan sås tvivl ved, om bestyrelsen vil godkende direktionens indstilling.<sup>278</sup> Såfremt bestyrelsen gentagne gange har godkendt lignende beslutninger, vil der ikke være den samme tvivl, hvorefter det ikke vil sætte offentlighedens korrekte vurdering af den pågældende viden på spil.<sup>279</sup> Eksemplet svarer i vidt omfang til VPHL § 27, stk. 6, nr. 2. Til forskel fra denne, fremgår det nu af retningslinjerne, at udstederen skal sikre, at det andet organ får truffet beslutningen hurtigst muligt. Kriterium b) er således ny. I MAR's præambel nr. 50, nævnes dette kriterium heller ikke i forlængelse af det samme eksempel. Retningslinjerne skal være i overensstemmelse med MAR, hvorfor det er problematisk, hvis retningslinjerne forsøger at indsnævre det eksempel, der også angives i betragtningen.<sup>280</sup> Det synes dog rimeligt, at udstederen under alle omstændigheder sørger for, at beslutningen træffes hurtigst muligt, idet dette vil forkorte perioden, hvori offentliggørelsen er udsat. Jo kortere periode, desto hurtigere vil kurserne afspejle den interne viden.

Dertil oplistes tre yderligere omstændigheder, hvor en umiddelbar offentliggørelse af den interne viden sandsynligvis vil skade udstederens legitime interesser. Herunder vil en umiddelbar offentliggørelse af den interne viden forventelig skade udstederens legitime interesser, såfremt selvsamme har udviklet et produkt eller en opfindelse, hvortil en umiddelbar offentliggørelse heraf kan sætte udstederens intellektuelle ejendomsrettigheder på højkant. Dertil nævnes også udstederens planer om at købe eller sælge en større aktiepost i en anden enhed, såfremt offentliggørelsen af denne plan sandsynligvis vil sætte gennemførelsen heraf på spil. Endeligt vil den omstændighed, at en tidligere meddelt transaktion er med forbehold af en offentlig myndigheds godkendelse, og denne er betinget af yderligere krav også kunne skade udstederens legitime interesse. Dette er dog forudsat, at opfyldelsen af disse krav sandsynligvis vil blive påvirket af en umiddelbar offentliggørelse. Sidstnævnte tre eksempler fremgik hverken af gennemførelsesdirektivet eller af den dertilhørende implementering i VPHL.

Det kan imidlertid ikke udelukkes, at de eksempler, der ikke tidligere var opregnet, ville have udgjort legitime interesser, og dermed kunne retfærdiggøre en udsættelse på baggrund af disse omstændigheder. I VPHL stod der i den forbindelse også, at legitime interesser *især* kunne vedrøre de tidligere nævnte forhold. Det var derfor ikke udelukket, at der kunne være flere forhold, der kun berettiger en udsættelse i henhold til kriteriet. At der alligevel direkte angives nogle yderligere omstændigheder i ESMA's retningslinjer, kan være en indikation af, at adgangen til at anvende bestemmelsen til at udsætte offentliggørelsen af intern viden udvides med MAR. Om ikke andet vil udstederne formentlig være mere betrykkede ved, at det står skrevet, fremfor tidligere, hvor de i højere grad selv skulle udlede det.

<sup>276</sup> MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478, s. 5

<sup>277</sup> Final Report, ESMA/2016/1130, 13/07/2016, afsnit 3.2.2, pkt. 62.

<sup>278</sup> Final Report, ESMA/2016/1130, 13/07/2016, afsnit 3.2.2, pkt. 63, d)

<sup>279</sup> Ibid

<sup>280</sup> Søggaard m.fl., 2017, s. 2

Under alle omstændigheder skal udstederen forud for beslutningen om at udsætte foretage en konkret vurdering. Heri må hensynet mellem den skade, der potentielt kan ske på selskabets legitime interesser ved en umiddelbar offentliggørelse afvejes overfor den potentielle skadevirkning markedet udsættes for ved en udsættelse.<sup>281</sup> En konkret udsættelse bør ikke opretholdes i længere tid, end hvad der er nødvendigt for, at de legitime interesser ikke skades.<sup>282</sup>

På trods af, at en umiddelbar offentliggørelse vil kunne antages at skade udstederens legitime interesser, er det dog også et krav, at offentligheden ikke vildledes, hvilket fremgår af bestemmelsens litra b), som analyseres nedenfor.

#### 5.4.2. Vildledning af offentligheden

Når det skal vurderes, om en udsættelse vil vildlede markedet, må man have in mente, at enhver udsættelse bevirker, at kursfastsættelsen på de pågældende værdipapirer sker på et ufuldstændigt grundlag.<sup>283</sup> At dette hensyn alene måtte udelukke en udsættelse, synes dog meningsløst. Dette må begrundes i, at det i så fald aldrig ville være tilladt at udsætte, idet udsættelsen i sig selv måtte anses for vildledende.<sup>284</sup>

ESMA har oplistet nogle situationer, hvori udsættelse formentlig vil vildlede offentligheden. Herefter vil en udsættelse vildlede offentligheden såfremt den interne viden, hvis offentliggørelse ønskes udsat, adskiller sig væsentlig fra udstederens tidligere offentliggjorte meddelelse.<sup>285</sup> Dertil vil det vildlede offentligheden, hvis den interne viden, man ønsker at udsætte offentliggørelsen af, handler om, at udstederens økonomiske mål ikke nås, når man tidligere har offentliggjort disse mål.<sup>286</sup> Endeligt vil det være vildledende for offentligheden, hvis den interne viden strider imod markedets forventninger, når disse forventninger bygger på signaler, som udstederen tidligere har sendt til markedet. Dette kan være i form af interviews, roadshow-aktiviteter eller andre former for kommunikation, som udstederen har tilrettelagt eller godkendt.<sup>287</sup> Ud fra ESMA's tre eksempler bør udstedere derfor være særlig opmærksomme i situationer, hvor udstederen tidligere har offentliggjort en information til markedet, og denne information senere viser sig at danne et misvisende billede i forhold til den viden, man efterfølgende har fået.

De forhold, der kan antages at vildlede offentligheden er formentlig de samme, som forinden ikrafttrædelsen af MAR. Selvom de to sidstnævnte eksempler ikke tidligere har været nævnt i bemærkningerne til VPHL,<sup>288</sup> er det ikke nødvendigvis et udtryk for, at disse tilfælde ikke også kunne blive anset for at vildlede offentligheden under MAD.

Eksemplerne i litra b) er indskrænkende i forhold til at kunne anvende adgangen til at udsætte offentliggørelsen af intern viden. Dette er ligeledes tilfældet for litra c), der vil blive gennemgået nedenfor.

#### 5.4.3. Oplysningernes fortrolighed

Som det sidste kriterium for adgangen til at udsætte offentliggørelse af intern viden, fremgår det af artikel 17, stk. 4, litra c), at udstederen skal være i stand til at sikre oplysningernes fortrolighed. I henhold til gennemførelsesdirektivet skulle tre krav være opfyldt, før en udsteder var i stand til at sikre fortrolighed.<sup>289</sup>

To af de tre foranstaltninger fremgår nu af gennemførelsesforordning 2016/1055.<sup>290</sup> Herefter kræves opfyldelse af dokumentation for udstederens informationsbarrierer, der skal forhindre adgang til intern viden for

<sup>281</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 6, 1. pkt

<sup>282</sup> Ibid

<sup>283</sup> Veil, 2017, s. 374

<sup>284</sup> CESR/06-562b, s. 11, afsnit 2.12

<sup>285</sup> MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478, s. 5. Se eksempelvis en sag offentliggjort af Finanstilsynet den 7. oktober 2009, hvor Amagerbanken A/S blev påbudt at offentliggøre intern viden, idet udsættelsen heraf ville vildlede markedet på grund af en af Amagerbanken tidligere offentliggjort selskabsmeddelelse.

<sup>286</sup> Ibid

<sup>287</sup> Ibid

<sup>288</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 6, 1. pkt.

<sup>289</sup> Gennemførelsesdirektivets art. 3, stk. 2

<sup>290</sup> Art. 4, stk. 1, litra c)

andre personer end dem, der har brug for det til den normale varetagelse af deres arbejde, erhverv eller forpligtelser hos udstederen. Desuden kræves der dokumentation for de ordninger, der er indført, som giver mulighed for øjeblikkelig offentliggørelse i tilfælde, hvor fortroligheden ikke længere kan sikres. Den sidste foranstaltning er nu at finde i MAR's artikel 18, stk. 2. Herefter skal udstederen træffe de nødvendige foranstaltninger til at sikre, at enhver person, der har adgang til intern viden, bekræfter de retlige forpligtelser og er klar over de hermed forbundne sanktioner, de kan blive pålagt ved misbrug. Bestemmelsen er dog ikke længere en del af udsættelsesmekanismen.

Under MAD medførte et brud på de tre kriterier, at udsættelsen ikke var lovlig.<sup>291</sup> Dette er fortsat udgangspunktet for de to kriterier, der nu følger af gennemførelsesforordningen, fordi forordningens bestemmelser skal sikre, at en udsættelse er i overensstemmelse med MAR artikel 17, stk. 4. Efter forordningen skal man alene dokumentere, hvordan man anvender informationsbarrierer og interne ordninger, men det er ikke et krav, at man har truffet *effektive* foranstaltninger, som skrevet i gennemførelsesdirektivet. Dette bærer præg af, at MAR stiller blødere interne krav til foranstaltningerne.

Konsekvenserne af, at oplysninger ikke kan holdes fortrolige efter en beslutning om at udsætte offentliggørelse er truffet behandles i afsnit 5.4.5, mens der nedenfor behandles en ny adgang til at udsætte en offentliggørelse af intern viden.

#### 5.4.4. Langvarig proces

Samtidig med, at man fjernede præambel nr. 14 som omtalt i afsnit 5.3.2, der var et udtryk for anvendelse af en to-trins tilgang indsatte man ved formandsskabets kompromis af den 31. oktober 2012 et helt nyt afsnit i artikel 12, stk. 3 vedrørende adgang til at udsætte offentliggørelsen af intern viden. Dette afsnit blev senere tilrettet og havde herefter følgende ordlyd:

*"I tilfælde af en langvarig proces, som foregår i flere faser, og som har til formål at frembringe, eller som resulterer i et bestemt forhold eller en bestemt hændelse, kan en udsteder[.] på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, som vedrører denne proces, jf. første afsnits litra a), b) og c)."*<sup>292</sup>

Dette afsnit er en tilføjelse til det allerede eksisterende afsnit om udsættelse af offentliggørelse af intern viden. Bestemmelsen er formentlig indsat som konsekvens af, at midlertidige skridt nu utvetydigt kan være intern viden. Dette synes rimeligt, da det ville være problematisk hvis eksempelvis en fusion skulle offentliggøres på et tidspunkt, hvor slutresultatet endnu var usikkert, fordi dette potentielt ville ødelægge forhandlingerne.<sup>293</sup> Dog synes dette allerede at være omfattet af adgangen til at udsætte en offentliggørelse, hvorfor denne undtagelsesbestemmelse må opfattes som en udvidelse af udsættelsesmekanismen.<sup>294</sup>

Under alle omstændigheder må en bred adgang til at udsætte i disse tilfælde være hensigtsmæssig, fordi offentliggørelse af sådanne oplysninger potentielt vil kunne påvirke kursen ud fra informationer, der hviler på et usikkert grundlag. Dette kan vildlede markedet og udstederen kan potentielt blive dømt for markedsmanipulation.<sup>295</sup> Baggrunden for at indsatte afsnittet kan ud fra disse overvejelser være at sikre, at udstederne føler sig tryg ved at anvende udsættelsesadgangen ved disse midlertidige skridt. Udsættelsesadgangen indskrænkes dog i visse tilfælde, hvilket vil blive behandlet.

<sup>291</sup> Gennemførelsesdirektivets art. 3, stk. 2

<sup>292</sup> MAR art. 17, stk. 4, andet afsnit.

<sup>293</sup> Di Noia, 2012, s. 503

<sup>294</sup> Lau Hansen, 2016b, s. 23

<sup>295</sup> Di Noia, 2012, s. 503

#### 5.4.5. Indskrænkning af udsættelsesadgangen

Såfremt offentliggørelsen af intern viden er blevet udsat, og fortroligheden af den interne viden ikke længere kan sikres, skal udstederen videregive denne viden til offentligheden så hurtigt som muligt, jf. artikel 17, stk. 7. Der sker herved en indskrænkning af udsættelsesadgangen.

Det fremgår ikke nærmere af MAR, hvad der skal forstås ved, at fortroligheden ikke længere kan sikres. Bidrag fra ESMA og lovbemærkningerne til VPHL må derfor kunne benyttes som fortolkningsbidrag. Det fremgår af lovbemærkningerne, at pligten til at offentliggøre indtrådte, når to betingelser var opfyldt.<sup>296</sup> For det *første* skulle den interne viden ikke længere være fortrolig. For det *andet* skulle udstederen have viden om eller burde have fået viden om, at den interne viden ikke længere var holdt fortrolig. Den første betingelse var en objektiv betingelse. Dette betyder, at det var underordnet, hvorfor den interne viden ikke længere var holdt fortrolig. Hvem eller hvad, der var skyld heri var således uden betydning.<sup>297</sup> Dette gør sig ligeledes gældende i forhold til artikel 17, stk. 7, hvortil ESMA anfører, at hvis man skulle vide, hvem der havde lækket den interne viden, ville det kræve en nærmere undersøgelse.<sup>298</sup> Dette ville ikke være hensigtsmæssigt, idet der i så fald ville gå længere tid inden man offentliggjorde den interne viden.<sup>299</sup>

Efter den anden betingelse måtte der foretages en konkret vurdering af, om udstederen havde eller burde have viden om lækagen. Heri kunne det vurderes, hvor lækagen havde fundet sted. Det kunne eksempelvis undersøges, hvorvidt den interne viden var blevet omtalt på almindelige kendte eller for den pågældende udsteder relevante medier.<sup>300</sup> Det var ikke hensigten med § 27, stk. 2, 3. pkt. at pålægge udstederen en pligt til generelt at overvåge mediernes omtale af udstederens virksomhed.<sup>301</sup> Denne betingelse fremgår dog ikke af artikel 17, stk. 7. Man kan imidlertid argumentere for, at dette ligger implicit i bestemmelsen. Det fremgår af bemærkningerne, at hensigten med formuleringen ”må anses for at have fået viden om” i VPHL § 27, stk. 2, 3. pkt. var at modvirke, at udstedere blot kunne undlade generelt at holde sig orienteret, og derved ikke ifalde en pligt til at offentliggøre, såfremt en intern viden ikke længere var holdt fortroligt.<sup>302</sup> Det må antages, at en udsteder heller ikke efter artikel 17, stk. 7 vil kunne påberåbe sig en sådan uvidenhed.

At fortroligheden af intern viden ikke længere kan sikres kan være en følge af rygter. Det fremgår i den forbindelse yderligere af artikel 17, stk. 7, andet afsnit, at stk. 7 omfatter situationer, hvor et rygte udtrykkeligt vedrører nogle interne oplysninger, hvis offentliggørelse er udsat i overensstemmelse med betingelserne i stk. 4, når dette rygte er tilstrækkeligt præcist til at indikere, at fortroligheden af disse oplysninger ikke længere kan sikres. Denne præcision af, hvornår fortrolighed ikke kan sikres som følge af rygter, har ikke været at finde i hverken VPHL eller MAD. Der har dog formentlig vist sig et behov for at præcisere, hvad det vil sige, når en viden ikke længere er holdt fortrolig. ESME anbefalede i den forbindelse, at der blev skabt mere klarhed over, hvornår udstedere skulle offentliggøre intern viden som følge af rygter.<sup>303</sup>

Ordlyden af bestemmelsen indikerer, at udstedere ikke skal være forpligtede til at besvare rygter, der ikke har noget på sig, da der kun skal offentliggøres, såfremt rygterne omhandler intern viden, hvis offentliggørelse er udsat. Såfremt rygter omhandler intern viden skal det dog stadig være tilstrækkeligt præcist til at indikere, at fortroligheden ikke kan sikres. At en tredjemand således blot kommer med upræcise og vage informationer vil ikke medføre en pligt til at offentliggøre, idet pligten ikke indtræder ved rene spekulationer og gætterier.<sup>304</sup> Såfremt en medarbejder imidlertid kontaktes af en tredjemand, der omtaler eller refererer til nogle oplysninger,

<sup>296</sup> LFS 49, 09/11/2010, § 27, stk. 2, 3. pkt.

<sup>297</sup> Ibid

<sup>298</sup> Final Report, ESMA/2016/1130, 28/09/2015, pkt. 243

<sup>299</sup> Ibid

<sup>300</sup> LFS 49, 09/11/2010, § 27, stk. 2, 3. pkt.

<sup>301</sup> Ibid

<sup>302</sup> Ibid

<sup>303</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 7

<sup>304</sup> LFS 49, 09/11/2010, § 27, stk. 2, 3. pkt.

der er intern viden hos selskabet, og som ikke er blevet offentliggjort, må fortroligheden ikke længere anses for opretholdt.<sup>305</sup>

Formålet med bestemmelsen må være at sikre, at investorerne får lige adgang til information. Herved mindskes den usikkerhed i markedet, som er opstået ved, at informationen er blevet tilgængelig.<sup>306</sup> Adgangen til at udsætte er herefter belyst. Sammen med gennemgangen af pligten til at offentliggøre intern viden, giver dette anledning til nogle nærmere overvejelser.

### 5.5. Overvejelser foranlediget af MAR

Med ikrafttrædelse af MAR fremrykkes det formelle offentliggørelsestidspunkt, idet MAR ikke gentager VPHL's realitetsgrundsætning. Den interne viden skal herefter offentliggøres allerede, når oplysninger kan kvalificeres som intern viden. Dette kan være problematisk, fordi det potentielt kan føre til information overload og reducere gennemsigtigheden på markedet. Allerede i ESME's rapport anerkendte man, at der på trods af markedets interesse i en tidlig offentliggørelse af kursrelevant information, kunne være tilfælde, hvor markedet var bedre tjent med en mulighed for udsættelse af offentliggørelsen, som var bredere end den, der forelå efter MAD.<sup>307</sup> Det tilkendegives endda, at adgangen til at udsætte kan bidrage til et mere velfungerende marked.<sup>308</sup>

Som følge af det i afsnit 5.4.4. nævnte kan man da også argumentere for, at der med ikrafttrædelsen af MAR er sket en øget adgang til at udsætte. Dette kommer til udtryk, fordi oplysninger i en langvarig proces nu også er omfattet af udsættelsesadgangen, ligesom der fremgår flere eksempler på, hvornår en udsteder kan udsætte som følge af, at dennes legitime interesser lider skade. En udvidelse af anvendelsesområdet for udsættelse af offentliggørelse af intern viden, har formentlig været lovgivers måde at forsøge at løse problemet med den korte dyne. Lovgiver forsøgte som bekendt med flere tiltag, der gjorde, at pligten til at offentliggøre indtrådte senere end forbuddet mod at handle. Da dette ikke lykkedes, har lovgiver således i stedet tilladt en bredere adgang til at anvende undtagelsesbestemmelsen i artikel 17, stk. 4. Pligten til at offentliggøre intern viden optræder herefter på det samme tidspunkt som forbuddet mod at handle, men da adgangen til at udsætte må være bredere under MAR, vil offentliggørelse i mange tilfælde i praksis antages at ske på et senere tidspunkt. Der er dog ingen tvivl om, at ændringen alligevel vil kunne mærkes. Det synes åbenlyst, at udsættelsesadgangen efter MAR vil få en helt anden betydning i dansk ret, da det ikke tidligere, efter den danske to-trins tilgang, i samme grad var nødvendigt at udsætte en offentliggørelse.

Der er i den forbindelse indført en række nye administrative krav, som skal opfyldes, såfremt udsteder ønsker at udsætte en offentliggørelse. Indledningsvis skal det bemærkes, at udsteder skal underrette Finanstilsynet om den pågældende udsættelse samtidig med den efterfølgende offentliggørelse.<sup>309</sup> Finanstilsynet har derefter mulighed for at undersøge, om betingelserne for udsættelsen var opfyldt. Dette vil øge investorbeskyttelsen og markedsintegriteten.<sup>310</sup> I den forbindelse kan Finanstilsynet tillige anmode om en skriftlig redegørelse over udsættelsen.<sup>311</sup> I overensstemmelse med artikel 17, stk. 10 har Kommissionen vedtaget gennemførelsesmæssige tekniske standarder med henblik på at præcisere de tekniske metoder til at udsætte offentliggørelsen. Såfremt en udsteder vælger at udsætte offentliggørelsen af en intern viden, skal udstederen derfor, så længe at udsættelsen står på, udarbejde skriftlige redegørelser over den interne viden.<sup>312</sup> Disse redegørelser skal indeholde informationer om dato og tidspunkt for, hvornår den interne viden forelå og hvornår beslutningen om at udsætte offentliggørelsen blev truffet. I forlængelse heraf skal der indgå en vurdering af, hvornår udstederen

---

<sup>305</sup> Ibid

<sup>306</sup> Se hertil Afgørelser og Udtalelser 2010, nr. 1.12, hvor Vestas Wind Systems A/S fik en påtale for ikke hurtigst muligt at have offentliggjort en selskabsmeddelelse efter, at informationen om forhandlinger med en kunde var blevet tilgængelig i markedet.

<sup>307</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 8

<sup>308</sup> Ibid

<sup>309</sup> MAR, art. 17, stk. 2, tredje afsnit

<sup>310</sup> Forslag til MAR, s. 10

<sup>311</sup> MAR art. 17, stk. 4, tredje afsnit, 2. pkt. sammenholdt med Lovbekendtgørelse nr. 251 af 21. marts 2017 om værdipapirhandel mv. § 28

<sup>312</sup> Gennemførelsesforordning 2016/1055, art. 4



regner med, at den interne viden offentliggøres. Desuden skal identiteten af de personer, der er har det overordnede ansvar for udsættelsen indgå i den skriftlige redegørelse. Endeligt skal der foretages dokumentation af den oprindelige opfyldelse af de krav, der gælder for udsættelsen og enhver ændring heraf, herunder oprettelsen af informationsbarrierer og ordninger, der er indført for at kunne offentliggøre den interne viden hurtigst muligt, såfremt fortroligheden ikke længere er sikker.

Efterlevelse af den nye et-trins tilgang vil derfor afføde flere compliance-omkostninger end tidligere. Det kan diskuteres, om disse dokumentationskrav for udsættelse er hensigtsmæssige. På den ene side vil kravene formentlig medføre, at udsteder vil overveje en potentiel udsættelse en ekstra gang. Dette vil betyde, at udsættelser vil bære præg af, at de er strengt nødvendige, hvilket tilgodeser markedets muligheder for at foretage en effektiv prisdannelse. På den anden side bør man altid have in mente, at for store administrative omkostninger i sidste ende kan medføre, at selskaberne ikke ønsker at bruge børsen, men i stedet vil rejse kapital på anden vis.<sup>313</sup> Selvom dette er en væsentlig betragtning, må det dog forventes, at dokumentationskravene på sin vis kan opfyldes ved hjælp af nogle standardprocedurer. Intern viden kan dog optræde på forskellig vis, hvilket standardprocedurer ikke nødvendigvis kan indrettes efter. Intern viden-begrebet er således en størrelse, hvis håndtering ikke nødvendigvis lader sig putte ned i en boks. Skiftet fra anvendelse af en to-trins tilgang til en et-trins tilgang synes af samme årsag at være uhensigtsmæssig for de danske udstedere. Dette understreges af, at oplysningsforpligtelsens tilknytning til intern viden-begrebet i praksis har haft den konsekvens, at udsteder venter til et senere tidspunkt med at kvalificere en viden som intern.<sup>314</sup> Denne senere kvalificering kan synes fordelagtigt for udsteder, da det udsætter offentliggørelsesforpligtelsen og vurderingen af, om en intern viden kan udsættes. Dog medfører en for sen kvalificering, at udsteders medarbejdere for sent bliver oplyst om, at et forhold som disse er velvidende om, udgør intern, hvorfor medarbejderne ikke må handle.<sup>315</sup> Hermed øges risikoen for at overtræde forbuddene om insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden, blot fordi det var ubejligt for udsteder at foretage denne kvalificering. Omfanget af disse to forbud behandles i det følgende afsnit.

## 6. HÅNDBLING AF INTERN VIDEN GENNEM INSIDERFORBUDDENE

En anden konsekvens af, at der foreligger intern viden er, at forbuddene mod insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden finder anvendelse. Baggrunden for forbuddene er, at disse former for markeds- misbrug hindrer markeds gennemsigthed, hvilket er en forudsætning for, at aktører vil handle på de finansielle markeder.<sup>316</sup> Formålet er således overordnet at forhindre, at den interne viden som kurserne formentlig ikke kan afspejle, misbruges. For at undgå dette sætter man således nogle restriktioner på de personer, som er i besiddelse af intern viden. Selvom dette ikke udligner informationsasymmetrien som offentliggørelsespligten gør, vil reglerne imidlertid stadig skabe mere tillid, da det er forbudt at misbruge den informationsfordel, man er i besiddelse af.

Definitionen af insiderhandel præsenteres i MAR's artikel 8, mens uretmæssig videregivelse af intern viden defineres i artikel 10. Det egentlige forbud er for begge bestemmelsers vedkommende fastsat i artikel 14. For så vidt angår insiderregimet har ikrafttrædelse af MAR næppe, som vi så det ved oplysningsforpligtelsen, givet anledning til store ændringer i relation til dansk ret. På nogle enkelte områder er der dog foretaget et par præciseringer og udvidelser i lovtæksten, hvilket vil blive fremhævet i det følgende. Afsnittet vil dog bære præg af, at det ikke synes at have været ambitionen, at ændre reglerne afgørende.

---

<sup>313</sup> Østergreen, 2014, s. 99 Se desuden Lau Hansen, 2016a, s. 198

<sup>314</sup> Sjøgaard m.fl., 2017, s. 3

<sup>315</sup> Ibid

<sup>316</sup> MAR, præambel nr. 7

## 6.1. Forbud mod insiderhandel

### 6.1.1. Hensynene bag forbuddet mod insiderhandel

Et afgørende kendetegn ved insiderhandel er, at insideren opnår en urimelig fordel gennem den interne viden, hvilket er til skade for tredjemand, der ikke er i besiddelse af den samme viden.<sup>317</sup> Denne viden giver nemlig insideren mulighed for at regne med, at vedkommende ikke løber de samme risici, som andre markedsaktører, når den pågældende foretager en markedstransaktion på baggrund af den interne viden.<sup>318</sup>

Insiderhandel kan herved hæmme det generelle princip om, at investorer skal stilles lige med hensyn til adgang til oplysninger.<sup>319</sup> Det har med andre ord en skadelig effekt på investorernes tillid til, at markedet er fair. Insiderhandel ville derfor, såfremt det var tilladt, skade markedernes integritet, fordi der opstår en frygt for at blive snydt. Som det fremgik af afsnit 2.3 vil denne frygt enten aflede et behov for at indregne en risikopræmie i priserne eller en manglende interesse i at handle. Hensigten med forbuddet mod insiderhandel er således, udover at beskytte den svage aftalepart, at beskytte markedets integritet og investorernes tillid.<sup>320</sup> Sammenhængen mellem de to formål kan formuleres således, at man ”beskytter markedet, for at beskytte den enkelte.”<sup>321</sup>

Dette gøres gennem et forbud, der indskrænker handlefriheden hos den bedrevidende part, idet denne ikke må benytte sin informationsfordel, og derfor ikke må handle. Herved mindskes situationer, hvor en insider på baggrund af sin informationsfordel kan opnå en økonomisk fordel til skade for den, som ikke er besiddelse af den interne viden.<sup>322</sup>

Måden, hvorpå man konkret forbyder insiderhandel, vil blive belyst i det følgende, der tager udgangspunkt i retstilstanden under MAD.

### 6.1.2. Forbuddet mod insiderhandel under MAD

Forbuddet mod insiderhandel var tidligere fastsat i MAD artikel 2, stk. 1, hvorefter det var forbudt at *benytte* intern viden ved direkte eller indirekte, for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde eller forsøge at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som den interne viden vedrørte. En ensartet implementering af bestemmelsen i national ret var herefter afhængig af, at der var enighed om, hvad der skulle forstås ved begrebet ”*benytte*”.

Medlemsstaterne har imidlertid langt fra været enige om, hvad der skulle forstås ved begrebet, idet der overordnet har vist sig at være to forskellige tilgange til implementeringen af bestemmelsen.<sup>323</sup> Efter den ene tilgang ville der, ifølge nogle medlemsstater, være tale om insiderhandel, når man havde intern viden og herefter handlede.<sup>324</sup> Der var således en formodning for, at man havde benyttet den interne viden, hvis man var i besiddelse heraf og havde handlet eller forsøgt at handle. Efter den anden tilgang var det, ifølge andre medlemsstater, udelukkende forbudt at handle på baggrund af den interne viden.<sup>325</sup> Herefter var der kun tale om insiderhandel, såfremt det blev bevist, at det underliggende motiv for handel eller forsøg herpå, var besiddelsen af intern viden.

---

<sup>317</sup> MAR, præambel nr. 23

<sup>318</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 52

<sup>319</sup> Forslag til MAD, s. 3

<sup>320</sup> MAR, præambel nr. 24

<sup>321</sup> Lau Hansen m.fl., 2010, s. 26

<sup>322</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 48

<sup>323</sup> Call for Evidence, 2009, s. 11

<sup>324</sup> Ibid

<sup>325</sup> Call for Evidence, 2009, s. 12

Ved den første tilgang var der en forholdsvis bred adgang til at sanktionere for overtrædelse af forbuddet, idet bedømmelsen af, hvorvidt bestemmelsen var overtrådt beroede på objektive kriterier.<sup>326</sup> Ved den anden tilgang skulle det derimod konkret bevises, at det underliggende motiv var besiddelse af intern viden, idet der efter denne tilgang ikke var en formodningsregel. Dette gjorde det sværere at rejse en sag.<sup>327</sup> Det var altså ikke uden betydning, hvilken tilgang, der blev anvendt ved implementeringen af bestemmelsen.

Lovgiver har formentlig også haft en erkendelse af, at begrebet kunne give anledning til problemer, idet der allerede inden MAD var et betydeligt fokus på, hvilket begreb, der skulle anvendes i bestemmelsen. I Kommissionens forslag til MAD havde man oprindeligt videreført formuleringen *udnytte* intern viden, som den var anvendt ved direktivets forgænger, insiderdirektivet.<sup>328</sup> I Europa-Parlamentets rapport vedrørende Kommissionens daværende forslag til MAD, blev ordlyden i artiklens forbud imidlertid ændret fra at *udnytte* den interne viden til at *bruge* den interne viden. Som grundlag herfor blev det anført, at alene dét at bruge en intern viden, burde være nok til at ifalde administrative sanktioner. Af den grund burde ethvert forsætligt element udgå.<sup>329</sup> Ikke desto mindre blev udfaldet af MAD, at det var forbudt at *benytte* intern viden, der således blev udgangspunktet for den nationale implementering. Ved den danske implementering af insiderforbuddet undlod man imidlertid helt at anvende betegnelsen *benytte*. Ifølge VPHL § 35, stk. 1 måtte:

*”køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir [...] ikke foretages af nogen, der har intern viden, der kan være af betydning for handlen.”*

På baggrund af forbuddets ordlyd kan man dog sidestille det med, at det var forbudt at handle eller medvirke hertil, såfremt man var i *besiddelse* af intern viden, som blev *benyttet* ved handlen.<sup>330</sup> Det afgørende var her efter, hvad der skulle forstås ved henholdsvis *besiddelse* af intern viden og *benyttelse* af intern viden. Ved *besiddelse* af intern viden menes, at man har tilegnet sig og forstået den information, der kan kvalificeres som intern viden.<sup>331</sup> I den forbindelse var det dog ikke et krav, at vedkommende havde forstået, at informationen havde karakter af intern viden, idet det var tilstrækkeligt, at man *burde have* forstået, at der var tale om intern viden.<sup>332</sup> Det er imidlertid mindre ligetil, hvad der forstås ved *benyttelse af intern viden*, herunder om alene besiddelsen af intern viden medfører, at man har benyttet den interne viden, såfremt man udfører en transaktion. Dette spørgsmål blev afklaret af EU-Domstolen i forbindelse med en præjudiciel afgørelse anmodet af den belgiske domstol i sag C-45/08, *Spector Photo Group NV*.<sup>333</sup>

Det belgiske børsnoterede selskab, Spector, havde en aktieoptionsplan, hvorefter medarbejdere havde mulighed for at erhverve aktier.<sup>334</sup> For at kunne opfylde sine forpligtelser ved en eventuel udnyttelse af disse optioner, havde Spector planlagt hovedsagligt at erhverve egne aktier og købe resten af de aktier, der måtte blive brug for, på markedet. Den 21. maj 2003 meddelte Spector derfor, at selskabet havde til hensigt at erhverve egne aktier for at opfylde sin aktieoptionsplan. Mellem den 28. maj 2003 og den 30. august 2003 opkøbte Spector 27.773 aktier, som blev effektueret ved fire ordrer, der lå umiddelbart i forlængelse af hinanden. Herefter afgav et medlem af ledelsen den 11. og 13. august 2003 to ordrer, hvor Spector erhvervede 19.773 aktier. Efterfølgende offentliggjorde selskabet oplysninger om dets gunstige resultater og dets forretningspolitik, hvilket fik selskabets aktiekurs til at stige. Det belgiske tilsyn, CBFA, traf afgørelse om, at selskabets tilbagekøb

---

<sup>326</sup> Ibid

<sup>327</sup> Ibid

<sup>328</sup> Rådets direktiv af 13. november 1989

<sup>329</sup> Betænkning nr. 201, 2002, ændringsforslag 27, artikel 2, stk. 1, første afsnit

<sup>330</sup> Lau Hansen m.fl., 2010, s. 26

<sup>331</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 82

<sup>332</sup> Se hertil sag C- 45/08 *Spector Photo Group NV*, hvori det i præmis 32 anføres af EU-Domstolen, at bestemmelsen ikke stiller krav om, at insideren skal have været bevidst om den fortrolige karakter af den viden, vedkommende var i besiddelse af - sammenholdt med Betænkning nr. 1521/2010, s. 82.

<sup>333</sup> Det bemærkes, at dommen vedrører handel med egne aktier, hvorfor sagens faktum i overensstemmelse med afgrænsningen udelukkende behandles i grove træk. Dommen er alene medtaget til brug ved fortolkning af insiderforbuddet.

<sup>334</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 11

den 11. og 13. august kunne kvalificeres som insiderhandel efter det belgiske forbud.<sup>335</sup> Afgørelsen blev indbragt for den belgiske domstol, der forelagde sagen for EU-Domstolen.

Den belgiske domstol ønskede afklaring af, om artikel 2, stk. 1 i MAD skulle fortolkes således, at den omstændighed alene, at en person, som råder over intern viden, og som for egen eller andres regning erhverver eller afhænder eller forsøger at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som den interne viden vedrører, indebærer, at denne benytter den pågældende interne viden.<sup>336</sup> EU-Domstolen anførte i den forbindelse i præmis 31, at der ikke af definitionen af artikel 2, stk. 1 i MAD fremgår, at

*”den forbudte transaktion skal være foretaget bevidst, idet definitionen blot forbyder [...] insiderne at benytte intern viden, når de foretager en markedstransaktion.”*

Bestemmelsen indeholder således ikke udtrykkeligt det, der kan betegnes som et psykisk element.<sup>337</sup> Der er altså ikke efter ordlyden et krav om, at man, for at overtræde forbuddet mod insiderhandel, skal være bevidst om, at man benytter den interne viden. EU-Domstolen påpegede dog, at man ved besiddelse af intern viden ikke kan undgå at inddrage denne viden i sin beslutningsproces, hvorfor man formentlig vil være bevidst om, at man anvender den interne viden:

*“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.”<sup>338</sup>*

Dette tyder på, at man efter EU-Domstolens opfattelse vil være bevidst om sine handlinger, hvorefter det kan antages, at det psykiske element indgår implicit i bestemmelsen. Såfremt dette dog fremgik udtrykkeligt af bestemmelsen, ville forebyggelsen samt sanktioneringen af insiderhandel være mindre effektiv, idet det i så fald altid skulle efterprøves, om der rent faktisk var et psykisk element til stede,<sup>339</sup> dvs. om man havde anvendt den interne viden bevidst.

Det er derfor umiddelbart lettere at overtræde forbuddet mod insiderhandel, idet det ikke skal bevises, at man har været bevidst om benyttelsen. At bestemmelsen ikke direkte indeholder et psykisk element indebærer dog ifølge EU-Domstolen ikke, at bestemmelsen skal fortolkes på en sådan måde, at:

*”enhver [...] insider, som er i besiddelse af intern viden og foretager en markedstransaktion, uden videre er omfattet af forbuddet mod insiderhandel.”<sup>340</sup>*

Det er altså ikke i enhver situation, hvor man ved besiddelse af intern viden automatisk kan anses for at have benyttet den interne viden og dermed have overtrådt forbuddet mod insiderhandel. Det er således ikke tilstrækkeligt blot at besidde intern viden for, at forbuddet mod insiderhandel er overtrådt. Man skal tillige benytte den interne viden. Såfremt dette ikke var tilfældet, ville der være en risiko for, at bestemmelsens anvendelsesområde var bredere end hvad der er nødvendigt for at opfylde formålene med direktivet.<sup>341</sup> Nogle markedstransaktioner ville i så fald være forbudte, uden at de skadede markedets integritet og investorernes tillid. Forbuddet mod insiderhandel består herefter af to bestanddele, idet man både skal være i besiddelse af – og benytte den interne viden. Såfremt man er i besiddelse af intern viden foreligger der dog

<sup>335</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 12-15

<sup>336</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 23

<sup>337</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 33 og 36-37

<sup>338</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 36

<sup>339</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 37

<sup>340</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 45

<sup>341</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 46. Formålet med et insiderforbud er ifølge MAD, præambel nr. 2 og 12 at sikre finansmarkedernes integritet og forbedre investorernes tillid.

en formodning for, at man tillige har benyttet denne. EU-Domstolen anfører i den forbindelse, at den belgiske domstols forelagte spørgsmål, skal besvares på følgende måde:

*”at den omstændighed, at en person [...], 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 [...] særligt retten til at kunne afkræfte denne formodning, er ensbetydende med, at personen »benytter denne viden« [...].<sup>342</sup>*

Der er således en formodning for, at den interne viden er benyttet ved en handel, medmindre konkrete omstændigheder kan tilsidesætte denne formodning. Denne fortolkning er i overensstemmelse med Højesterets afsagte dom i den såkaldte Midtbank-sag, U.2005.984H.<sup>343</sup> Ledelsen i Midtbank var på tidspunktet for opkøb af en større post egne aktier i besiddelse af intern viden vedrørende Svenska Handelsbankens eventuelle overtagelse af Midtbank. Spørgsmålet var herefter, hvorvidt ledelsen tillige havde overtrådt forbuddet mod insiderhandel.<sup>344</sup>

Dommens opbygning taler for, at der ved besiddelse af intern viden er en formodning for, at denne ligeledes er benyttet.<sup>345</sup> Baggrunden herfor er, at det indledningsvist konstateres, at der foreligger intern viden, som tiltalte var i besiddelse af på handelstidspunktet. Herefter nævnes hensynet til, at et selskab kan have legitime interesser i at handle egne aktier. Afslutningsvis vurderes det, hvilke konkrete omstændigheder, der taler imod, at den interne viden blev benyttet.<sup>346</sup> Denne opbygning tyder på, at henholdsvis Landsretten og Højesteret anvender en formodning om, at intern viden benyttes ved handel, såfremt man er i besiddelse af intern viden.<sup>347</sup> Resultatet af dommen blev, at de tiltalte blev frifundet. Hvis de blev frifundet, fordi der ikke var ført tilstrækkeligt bevis for, at den interne viden blev benyttet, ville dommen i stedet bære præg af, at bevisførelsen var utilstrækkelig, f.eks. ved en konstatering af, at benyttelse ikke var godtgjort.<sup>348</sup> I stedet fremhæves en række omstændigheder, der kan afkræfte formodningen om benyttelse af den interne viden.<sup>349</sup>

At besiddelse af intern viden medfører en formodning for, at denne er benyttet, skyldes definitionen af intern viden.<sup>350</sup> Intern viden er som bekendt viden, som en fornuftig investor vil tillægge betydning i en beslutning. Hvis man således handler, når man er i besiddelse af intern viden vil dette medføre en naturlig formodning for, at den interne viden er blevet benyttet i insiderens beslutning om at handle.<sup>351</sup> Det må dog understreges at dette alene er en formodning, og at denne formodning kan afkræftes.

Hvilke konkrete omstændigheder, der kan afkræfte denne formodning, kan ikke fastlægges generelt, men vil afhænge af de konkrete omstændigheder.<sup>352</sup> Højesteret anvender i forbindelse med Midtbank-sagen udtrykket ”almindelig forretningsmæssig adfærd”, som stammer fra betænkning 1216/1991. Når en disposition således har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd, må det ifølge Højesteret afgøres konkret, om der foreligger en uhæderlig anvendelse af intern viden.<sup>353</sup> Dette medfører, at det formentlig vil være sværere at afkræfte formodningen om benyttelse ved en adfærd, der kan betegnes som usædvanlig eller unormalt.<sup>354</sup> EU-Domstolen bidrager endvidere til hvad, der kan afkræfte formodningen, idet EU-Domstolen anfører følgende:

---

<sup>342</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 62

<sup>343</sup> Dommen omhandler retstilstanden før MAD blev implementeret i dansk ret. Dommen anses dog fortsat at have betydning for retstilstanden under MAD, da forbuddet mere eller mindre blev videreført under MAD.

<sup>344</sup> U.2005.948H (Midtbank), s. 13

<sup>345</sup> Dette understøttes af Betænkning nr. 1521/2010, s. 66

<sup>346</sup> U.2005.948H (Midtbank), s. 14

<sup>347</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 66

<sup>348</sup> Ibid

<sup>349</sup> U.2005.948H (Midtbank), s. 14

<sup>350</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 67

<sup>351</sup> Ibid

<sup>352</sup> Ibid

<sup>353</sup> U.2005.948H (Midtbank), s. 1

<sup>354</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 67

“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 investorenes tillid.”<sup>355</sup>

Dette tyder på, at man ved vurderingen af, om formodningen kan afkræftes må lægge vægt på, om de konkrete omstændigheder medfører, at markedernes integritet og investorenes tillid lider skade. Hvorvidt en brug udgør insiderhandel, afhænger herefter af, om brugen strider imod formålet. Formodningen må således afkræftes, såfremt benyttelsen af intern viden ikke har skadet tredjemand, og dermed markedets integritet eller investorenes tillid til markedet. Dette bidrager dog ikke synderligt til en nærmere forståelse af, hvad der kan afkræfte formodningen og det synes herudfra svært at komme med et endegyldigt svar på, hvad der kan afkræfte formodningen. I Midtbank-sagen anførte Højesteret en del forhold i relation til at afkræfte formodningen om, at der var tale om benyttelse.<sup>356</sup> Når det har været nødvendigt at frembringe så mange forhold for at afkræfte formodningen, står man herefter tilbage med en følelse af, at det er vanskeligt at afkræfte formodningen. Såfremt det derfor kan bevises, at en given person har været i besiddelse af intern viden og handlet, vil det formentlig i de fleste tilfælde medføre, at forbuddet mod insiderhandel er overtrådt.<sup>357</sup> Ikke desto mindre viser Midtbank-sagen, at det i konkrete tilfælde kan være muligt at afkræfte formodningen om udnyttelse, hvorved der ikke sker en overtrædelse af forbuddet.<sup>358</sup>

Forbuddet mod insiderhandel er herved belyst under MAD. Det er herefter relevant at se på det gældende insiderforbud. Som det vil fremgå, danner den gennemgået retspraksis, der er opstået under MAD, baggrunden for den nuværende regulering, som i det følgende vil blive belyst sammen med undtagelserne til forbuddet.

### 6.1.3. Forbuddet mod insiderhandel under MAR

#### 6.1.3.1. Forbuddets anvendelsesområde

Det er forbudt at deltage i eller forsøge at deltage i insiderhandel.<sup>359</sup> Ifølge artikel 8 opstår insiderhandel først og fremmest i situationer, hvor en person er i besiddelse af intern viden og *udnytter* denne viden ved direkte eller indirekte at erhverve eller afhænde et finansielt instrument for egen eller tredjemands regning.<sup>360</sup>

Definitionen på insiderhandel ligner i vid udstrækning den, der tidligere var fastsat i MAD's artikel 2, stk. 1, blot med den afvigelse, at den interne viden under direktivet skulle *benyttes*. MAR beskriver ikke nærmere, hvorfor man har valgt at ændre ordvalget tilbage til *udnytter* og hvad der i øvrigt skal forstås ved begrebet "udnytte". Dette rejser spørgsmålet om, hvorvidt forbuddet i MAR i højere grad stiller krav om et forsættligt element, hvorved der skal foretages en subjektiv vurdering af, om en information er blevet udnyttet. Dette spørgsmål tager MAR's præambel nr. 24 dog hånd om, idet denne indeholder en formodningsregel, der afviser dette. Herefter bør det formodes, at en person har udnyttet den interne viden, såfremt vedkommende er i besiddelse af intern viden, og direkte eller indirekte erhverver eller afhænder eller forsøger at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som den interne viden vedrører. Den formodningsregel, der blev udledt af retspraksis ovenfor, er således kodificeret i MAR, hvorefter MAR i modsætning til MAD præciserer, hvad der forstås ved 'udnytte'.<sup>361</sup> Dette må anses for at løse den usikkerhed om forbuddets rækkevidde, som man så tidligere.

<sup>355</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 55

<sup>356</sup> Se hertil U.2005.948H (Midtbank), s. 14

<sup>357</sup> Dette støttes af Betænkning nr. 1521/2010, s. 68

<sup>358</sup> Betænkning nr. 1521/2010, s. 68

<sup>359</sup> MAR art. 14, litra a) Se eksempelvis U.1997.1504H hvor en person overtrådte forbuddet mod insiderhandel, idet han havde afgivet ordre om køb af 260 kontrakter med put-optioner, på trods af, at han havde intern viden om, at kursen på den underliggende aktie ville falde samme dag.

<sup>360</sup> MAR art. 8, stk. 1, 1. pkt.

<sup>361</sup> For situationer, hvor de handlende er i besiddelse af samme viden, se eksempelvis sag C-391/04, *Georgakis*, hvor EU-Domstolen fandt, at informationsparitet ikke var omfattet af forbuddet.

Som noget nyt efter MAR omfatter insiderhandel nu tillige de situationer, hvor en insider anvender sin viden til at annullere eller ændre sin handelsordre, hvis denne handelsordre blev afgivet før den pågældende var i besiddelse af intern viden.<sup>362</sup> Under MAD og VPHL var det en forudsætning for overtrædelse af forbuddet, at der blev foretaget en handel. Dette kan begrundet med, at en afståelse fra at handle næppe vil skade en aftalepart.<sup>363</sup> I modsætning til tidligere vil situationer, hvor en investor har lagt en handelsordre inden vedkommende var i besiddelse af intern viden, og efterfølgende afstår eller ændrer handelsordren grundet en opnået intern viden, nu betragtes som udnyttelse af intern viden. Der må således konstateres en bredere tilgang til forbuddet mod insiderhandel efter MAR's ikrafttræden. Dette synes rimeligt, fordi det sikrer at *enhver* situation, hvor en person gør brug af sin informationsfordel, forbydes. Dette må i højere grad sikre, at investorer stilles lige.

Forbuddet mod insiderhandel finder anvendelse på primære og sekundære insidere. *Primære* insidere omfatter de personer, som har en særlig adgang til intern viden som følge af: a) at være medlem af udstederens administration-, ledelses- eller tilsynsorgan, b) at have kapitalinteresser i det udstedende selskab c) at have adgang til denne viden i kraft af ansættelse, erhverv eller funktioner, eller d) at have deltaget i kriminelle aktiviteter.<sup>364</sup> For så vidt angår disse omfattede personer, må der være en formodning for, at de har det fornødne kendskab til at vide, at de oplysninger de modtager, er fortrolige.<sup>365</sup> De insidere, der er bevidste om eller burde være bevidste om, at de besidder intern viden, såkaldte *sekundære* insidere, omfattes tillige af forbuddet.<sup>366</sup> Udgangspunkt må derfor være, at forbuddet mod insiderhandel kun er gældende for de personer, som ved eller burde vide, at den relevante information er intern viden, hvorfor sondringen mellem primære og sekundære insidere ikke må anses at have den store relevans. Dette understøttes af, at man i dansk ret ikke har anvendt sondringen, selvom MAD ligeledes foretog denne opdeling.<sup>367</sup>

Det skal understreges, at bestemmelsen også finder anvendelse i de tilfælde, hvor en fysisk person deltager i beslutningen om at foretage erhvervelse, afhændelse, annullering eller ændring af en handelsordre på en juridisk persons regning.<sup>368</sup> Med andre ord vil en fysisk person gøre sig skyldig i insiderhandel, hvis betingelserne herfor er opfyldt, uanset at denne ikke handler på egne, men på den juridiske persons, vegne.

Forbuddet i artikel 14 omfatter tillige forbud mod at anbefale eller tilskynde en anden person at deltage i insiderhandel.<sup>369</sup> Forbuddet er nærmere præciseret i MAR artikel 8, stk. 2. Herved opstår en anbefaling eller tilskyndelse, når en person er i besiddelse af intern viden, og på grundlag af denne viden anbefaler eller tilskynder andre til at erhverve eller afhænde et instrument.<sup>370</sup> Tilskyndelse må i den forbindelse defineres som ethvert middel, der influerer tredjemands vilje.<sup>371</sup> Der er således tale om en opsamlingsbestemmelse, der har til formål at undgå, at en insider kan benytte en tredjemand til at omgå forbuddet mod insiderhandel.<sup>372</sup> Forbuddet er eksempelvis blevet anvendt i en sag offentliggjort af Finanstilsynet den 3. november 1999, hvor en direktør havde opfordret nærtstående familiemedlemmer til at erhverve aktier i det selskab, hvori direktøren var ansat. På tidspunktet for tilskyndelsen var direktøren bekendt med, at selskabets halvårsregnskab formentlig ville blive bedre end forventet af markedet. Direktøren accepterede i den forbindelse et bødeforlæg på 30.000 kr. for at have overtrådt det dagældende forbud mod tilskyndelse til insiderhandel efter VPHL § 35, stk. 1.<sup>373</sup> Med ikrafttrædelse af MAR omfatter forbuddet nu tillige de situationer, hvor en person, på grundlag af sin viden, tilskynder eller anbefaler andre at annullere eller slette sin handelsordre.<sup>374</sup> I begge tilfælde skal

---

<sup>362</sup> MAR art. 8, stk. 1, 2. pkt.

<sup>363</sup> Lau Hansen, m.fl., 2010, s. 27

<sup>364</sup> MAR art. 8, stk. 4, litra a) -d)

<sup>365</sup> Sag C-45-08, *Spector Photo Group NV*, præmis 34

<sup>366</sup> MAR art. 8, stk. 4, andet afsnit

<sup>367</sup> VPHL § 35

<sup>368</sup> MAR art. 8, stk. 5

<sup>369</sup> MAR art. 14, litra b)

<sup>370</sup> MAR art. 8, stk. 2, litra a)

<sup>371</sup> Veil, 2017, s. 215

<sup>372</sup> Viel, 2017, s. 215

<sup>373</sup> Sag offentliggjort den 3. november 1999

<sup>374</sup> MAR art. 8, stk. 2, litra b)

anbefalingen eller tilskyndelsen opstå på baggrund af den interne viden. Der kræves således en årsagssammenhæng mellem den interne viden, og den pågældende tilskyndelse eller anbefaling, dvs. at insideren eksempelvis skal tilskynde om et køb af aktier på grund af sin interne viden. Det er ikke en forudsætning, at modtager skal være klar over, at den pågældende viden har karakter af intern viden. Fokus ligger udelukkende på den insider, der anbefaler eller tilskynder modtager at handle.<sup>375</sup> Men hvis modtager vidste eller burde vide, at anbefalingen eller tilskyndelsen er baseret på intern viden, da vil modtager imidlertid også begå insiderhandel.<sup>376</sup>

Der kan altså fortsat konstateres et bredt anvendelsesområde for forbuddet mod insiderhandel. De potentielle bekymringer man kan have for, at den brede tilgang forhindrer legitime formål, har lovgiver forsøgt at tage hånd om i forordningens artikel 9, der regulerer lovlig adfærd.

### 6.1.3.2. Lovlig adfærd

Forordningens artikel 9 åbner op for, at der ikke nødvendigvis foreligger brug af intern viden, blot fordi vedkommende besidder intern viden og samtidig handler. Bestemmelsen behandler i relation til artikel 8 og artikel 14, en række former for adfærd, som må anses for lovlig adfærd. Herved vil man således ikke have deltaget i insiderhandel.<sup>377</sup>

#### Chinese Walls

I overensstemmelse med bestemmelsens stk. 1 skal alene det forhold, at en juridisk person er eller har været i besiddelse af intern viden, ikke betragtes som ulovlig brug af intern viden, når to kumulative krav er opfyldt. For det *første* skal den juridiske person have etableret, gennemført og opretholdt tilstrækkelige og effektive interne ordninger og procedurer. Disse skal sikre, at hverken den fysiske person, der traf beslutningen på den juridiske persons vegne, eller nogen anden, som kan have haft indflydelse på beslutningen, var i besiddelse af intern viden. For det *andet* må den juridiske person ikke have opmuntret, anbefalet, tilskyndet eller på anden måde påvirket den fysiske person til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter.<sup>378</sup> Etableringen af disse informationsbarrierer, der i praksis betegnes som *Chinese Walls*, skal sikre, at intern viden ikke videredistribueres til øvrige afdelinger. Tankegangen er, at man herved kan sikre, at den intern viden kun besiddes af visse personer inden for den juridiske person.<sup>379</sup> På den måde vil det være tilladt for visse personer hos udsteder at købe og sælge finansielle instrumenter, selvom visse andre personer hos udsteder er i besiddelse af intern viden om instrumenterne. Dette vil være gældende uanset at det formueretlige og selskabsretlige udgangspunkt er, at selskabet anses som én enhed.<sup>380</sup> Det bliver således muligt for en juridisk person at bringe sig udenfor insiderforbuddets anvendelsesområde, idet handlen anses som lovlig adfærd, fordi den interne viden ikke bliver brugt. Selvom chinese walls ikke er et ukendt fænomen i dansk ret, er det dog første gang, at denne form for lovlig adfærd fremgår som en direkte lovbestemt undtagelse til forbuddet.<sup>381</sup>

#### Lovlig udførelse af kundes ordre

Ifølge bestemmelsens artikel 9, stk. 2 betragtes det ikke som insiderhandel, når en market-maker eller personer, der er bemyndiget til at optræde som modpart, udfører deres legitime forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter.<sup>382</sup> Bestemmelsen omfatter tillige de situationer, hvor en person er bemyndiget til at udføre ordrer på vegne af tredjemænd og erhvervelsen eller afhændelsen af de finansielle instrumenter, som handelsordren vedrører, sker på lovlig vis i forbindelse med udøvelse af vedkommendes arbejde, erhverv eller funktioner.<sup>383</sup> Begrundelsen for denne undtagelse er, at forordningen ikke sigter at tilskynde utilsigtede forbud mod

---

<sup>375</sup> MAR art. 8, stk. 2

<sup>376</sup> MAR art. 8, stk. 3

<sup>377</sup> MAR art. 9, stk. 1-5

<sup>378</sup> MAR art. 9, stk. 1, litra a) og b)

<sup>379</sup> Lau Hansen, m.fl., 2010, s. 27

<sup>380</sup> Krüger Andersen, m.fl., 2014, s. 615

<sup>381</sup> Se eksempelvis Betænkning nr. 1216/1991

<sup>382</sup> MAR art. 9, stk. 2, litra a). Se også MAR, præambel nr. 30

<sup>383</sup> MAR art. 9, stk. 2, litra b)



lovlige former for aktiviteter.<sup>384</sup> Market-makers skal altså kunne udføre deres sædvanlige handler med køb og salg af værdipapirer for egen regning, og værdipapirhandlere skal kunne udføre en kundes ordre uden at frygte en overtrædelse af insiderforbuddet.<sup>385</sup> Dette betyder naturligvis også, at beskyttelsen ikke omfatter de aktiviteter, der er klart forbudt i henhold til en anden bestemmelse i forordningen, herunder eksempelvis front running.<sup>386</sup> Det vil derfor ikke være tilladt at handle på en viden om en stor bestilling. Det er dertil muligt at ifalde ansvar, hvis værdipapirhandleren videregiver den interne viden til andre kunder, der lader værdipapirhandleren udføre ordren<sup>387</sup> eller hvis værdipapirhandleren tilskynder andre at handle.<sup>388</sup> Under disse situationer er værdipapirhandleren initiativtager til, at insiderhandel gennemføres, hvilket går videre end blot at gennemføre en kundes ordre.<sup>389</sup>

Bestemmelsen er i vid udstrækning en videreførelse af VPHL § 35, stk. 3, hvor det dog tillige var præciseret, at reglen også fandt anvendelse på en værdipapirhandlers ansatte. Dette betragtes som en implicit fortolkning, hvortil bemærkes, at hvis den ansatte ikke var fritaget fra forbuddet, kunne den juridiske person ikke udføre sit hverv.

VPHL § 35, stk. 3 omhandlede foruden værdipapirhandlerens egen besiddelse af intern viden tillige situationer, hvor værdipapirhandleren udførte ordrer for kunder, der besad intern viden.<sup>390</sup> Af bemærkningerne hertil fremgik det, at en værdipapirhandler i den forbindelse ikke kunne drages til ansvar for medvirken til insiderhandel, såfremt en kunde gav værdipapirhandleren oplysninger, hvoraf det fremgik, at kunden havde intern viden af betydning for den transaktion, som kunden ønskede foretaget.<sup>391</sup>

Dette var dog udelukkende tilfældet, såfremt værdipapirhandleren ikke foretog sig andet end blot loyalt at gennemføre kundens ordre.<sup>392</sup> I vurderingen heraf, måtte der lægges vægt på, om værdipapirhandleren alene gennemførte ordren eller om værdipapirhandleren tillige var aktivt involveret heri.<sup>393</sup> En værdipapirhandlers blotte ekspedition af en ordre måtte anses for loyal udførelse, der ikke var omfattet af insiderforbuddet.

Denne fortolkning af bestemmelsen er dog ikke at finde i MAR. Retsstillingen må derfor som udgangspunkt være, at værdipapirhandleren på trods af den blotte ekspedition af en kundes ordre, vil kunne anses for medvirkende til at overtræde forbuddet mod insiderhandel, såfremt værdipapirhandleren har en viden om eller burde være opmærksom på, at kunden er i besiddelse af intern viden.<sup>394</sup>

En konsekvens heraf er, at værdipapirhandlere sættes i et vanskeligt dilemma. På den ene side skal værdipapirhandleren under kundekontakten være opmærksom på forhold, der antyder, at kunden er i besiddelse af intern viden, fordi dette kan føre til, at værdipapirhandleren medvirker ved overtrædelsen af insiderforbuddet.<sup>395</sup> På den anden side har værdipapirhandleren en interesse i at bevare især større kundeforhold.<sup>396</sup> Værdipapirhandlere må således forsøge at indrette sig ved at anvende interne retningslinjer, der tydeliggør, hvornår en transaktion skal bremses for at undgå at belaste kundeforholdet. Herved sikres den bedste balance mellem de to hensyn.

---

<sup>384</sup> MAR, præambel nr. 29

<sup>385</sup> De to situationer adskiller sig ved, at market-makers køber og sælger værdipapirer på egne vegne, mens værdipapirhandlere handler på kunders vegne.

<sup>386</sup> MAR, præambel nr. 30

<sup>387</sup> jf. MAR art. 9 og 14.

<sup>388</sup> MAR art. 8, stk. 2 og 14, litra b)

<sup>389</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 35, stk. 3

<sup>390</sup> Ibid

<sup>391</sup> Ibid

<sup>392</sup> Ibid

<sup>393</sup> Krüger Andersen m.fl., 2014, s. 611

<sup>394</sup> Fogtdal, 2017, s. 4

<sup>395</sup> Ibid

<sup>396</sup> Ibid

### Afvikling af forfaldne forpligtelser

Forordningens artikel 9, stk. 3 vedrører situationer, hvor en person gennemfører en transaktion om køb eller salg af finansielle instrumenter, og denne transaktion gennemføres i god tro i forbindelse med afviklingen af en forpligtelse, som er forfalden. Dette vil ikke anses for brug af intern viden, når en af to angivne situationer er opfyldt: Dels når forpligtelsen hidrører fra en afgivet handelsordre eller en aftale, der er indgået før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden,<sup>397</sup> og dels når forpligtelsen er gennemført for at opfylde en retlig eller administrativ forpligtelse, der opstod før en person kom i besiddelse af intern viden.<sup>398</sup>

Førstnævnte situation er en kodificering af VPHL § 35, stk. 2, nr. 2 og MAD artikel 2, stk. 3. Denne undtagelse tilsigter de situationer, hvor personen har påtaget sig en bindende forpligtelse til at købe eller sælge inden, at vedkommende kom i besiddelse af intern viden. Dette kan blandt andet være tiltænkt i handler med futures, idet futures er aftaler, som forpligter parterne til at købe eller sælge et givet antal værdipapirer til en på forhånd aftalt kurs på et fremtidigt tidspunkt.<sup>399</sup> De grundlæggende betingelser for aftalen ligger således fast ved aftaleindgåelse, selvom forpligtelsen først falder på et senere tidspunkt. Der foreligger herved ikke nogle valgmuligheder for personen i forhold til transaktionen, hvorfor der heller ikke kan siges at foreligge noget misbrug af den interne viden.<sup>400</sup>

Med ikrafttrædelse af MAR er undtagelsesområdet nu udvidet til også at omfatte situationer, hvor transaktionen er gennemført for at opfylde en retlig eller administrativ forpligtelse. Det fremgår ikke nærmere, hvad der skal forstås herved. Et tænkt eksempel herpå kunne formentlig være tvangsindløsning, hvor en aktionær tvinges til at sælge sine aktier. Selvom det ikke tidligere fremgik direkte af lovgivningen, må man gå ud fra, at det ligeledes har været lovlig adfærd. Dette må begrundes ud fra, at man som aktionær ikke har andet valg end at sælge sine aktier, på trods af, at man kan være i besiddelse af intern viden. Det ville herefter være absurd, hvis man i et sådant tilfælde kunne anses for at overtræde forbuddet mod insiderhandel.

Det afgørende for begge tilfælde er, at forpligtelsen er blevet bindende forinden parten fik en intern viden, idet den interne viden i så fald ikke kunne være udnyttet ved aftaleindgåelse.<sup>401</sup> Under de angivne omstændigheder er det altså ikke i strid med forbuddet om insiderhandel at opfylde en i forvejen indgået forpligtelse, selvom man på eksekveringstidspunktet er i besiddelse af intern viden.

### Overtagelsestilbud og fusion

Ifølge artikel 9, stk. 4 vil de situationer, hvor en person på baggrund af en offentlig overtagelse eller fusion er i besiddelse af intern viden, og hvor personen udelukkende anvender denne information til at gå videre med denne fusion eller overtagelse, ikke omfatte brug af intern viden. Dette er imidlertid forudsat, at al udleveret intern viden er offentliggjort eller på anden måde er ophørt med at være intern viden på tidspunktet for godkendelse af fusionen eller accept af overtagelsestilbudet.<sup>402</sup>

I en potentiel virksomhedsovertagelse eller fusion er det normal praksis, at tilbudsgiver og dennes rådgivere foretager en detaljeret undersøgelse af målselskabet, en såkaldt due diligence, forinden det egentlige købstilbud fremsættes. I den forbindelse vil der være en risiko for, at tilbudsgiver kommer i besiddelse af intern viden, og tilbudsgiver vil således i princippet være afskåret fra at handle med aktierne i målselskabet indtil den interne viden er offentliggjort. Med denne undtagelse forhindrer forbuddet mod insiderhandel dog ikke tilbudsgiver i at benytte den interne viden om selskabet, der normalt er aktionærerne ubekendt, til at fastlægge et efterfølgende købstilbud.<sup>403</sup>

---

<sup>397</sup> MAR art. 9, stk. 3, litra a)

<sup>398</sup> MAR art. 9, stk. 3, litra b)

<sup>399</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 35, stk. 2, nr. 2,

<sup>400</sup> Ibid

<sup>401</sup> Ibid

<sup>402</sup> MAR art. 9, stk. 4

<sup>403</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 35, stk. 2, nr. 1

En lignende undtagelse fandtes tidligere i VPHL § 35, stk. 2, nr. 1, der videreførte præambel nr. 29 i MAD. Dog forelå der ikke tidligere et udtrykkeligt krav om, at den interne viden skulle offentliggøres inden et overtagelsestilbud blev accepteret eller en fusion blev godkendt. Dette har man i bemærkningerne begrundet med, at tilbudsgivers informationsfordel opnået ved denne undersøgelse måtte forventes at være afspejlet i tilbudsgivers fremsættelse af den pris, som aktionærerne tilbydes.<sup>404</sup> Herved er der lighed i aftaleforholdet, idet den informerede part ikke udnytter sin informationsfordel. Man kan med andre ord tale om en fair brug af den interne viden. Det er uklart, hvorfor denne tankegang ikke videreføres i MAR. Det kan dog tænkes, at man i højere grad vil lade det være op til markedet at prisfastsætte den interne viden i stedet for at stole på, at den interne viden er afspejlet i tilbudsgivers pris.

Under alle omstændigheder er de eksisterende regler for brug af intern viden ved offentlige overtagelsestilbud og fusioner således blevet skærpet med indføringen af artikel 9, stk. 4. Fremover må tilbudsgiver og bestyrelsen i målselskabet derfor være opmærksom på dette krav, når en due diligence organiseres.

### Viden om egne planer om handler

Enhver transaktion med køb og salg af finansielle instrumenter forudsætter en forudgående beslutning herom. Efter omstændighederne vil kendskab til planer om tredjemands køb og salg af finansielle instrumenter kunne udgøre intern viden, når der er kendskab til en betydelig mængde værdipapirer. Det må dog være klart, at det forhold, hvor en person besidder viden om sine egne planer om at købe eller sælge, ikke kan føre til, at insideren er afskåret fra at handle. Forbuddet mod insiderhandel finder derfor ikke anvendelse i den beskrevne situation jf. MAR's artikel 9, stk. 5. Undtagelsen fulgte tidligere af MAD's præambel,<sup>405</sup> men var imidlertid ikke videreført i dansk ret. Denne undladelse var begrundet ud fra en betragtning om, at situationen var så indlysende, at der ikke var behov for en lovbestemt undladelse.<sup>406</sup> Ikke desto mindre fremgår det nu direkte af en lovbestemmelse, hvilket kan synes unødvendigt.

### Omgåelse af forbud

Uanset hvad stk. 1-5 anfører, skal det bemærkes, at bestemmelsen afslutningsvis understreger, at det fortsat kan betragtes som en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, hvis den kompetente myndighed efter en konkret vurdering fastslår, at bevæggrunden til de pågældende handelsordrer eller transaktioner eller den pågældende adfærd var ulovlig.<sup>407</sup>

Med dette stykke får myndighederne en bred adgang til at se bort fra den ellers i udgangspunktet lovlige adfærd. Man kan argumentere for, at denne bestemmelse er problematisk, idet den giver anledning til retlig usikkerhed.<sup>408</sup> Omvendt kan bestemmelsen synes rimelig, fordi det ikke bør tillades, at man kan misbruge bestemmelserne til at foretage insiderhandel, hvis det alene har været hensigten at omgå forbuddet mod insiderhandel. Af hensyn til, at investorerne får lige vilkår og beskyttes mod misbrug af intern viden, må denne adgang således anses for at være en nødvendighed for at beskytte integriteten af markedet og forbedre investorernes tillid.<sup>409</sup>

Ønsket om at sikre tilliden til markedet gør det fordelagtigt at kombinere et forbud mod insiderhandel med regler, der har til formål at forebygge, at insiderhandel forekommer.<sup>410</sup> Af samme årsag indeholder insiderreglerne tillige et forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden, hvorved insideren både bliver bundet på mund og hånd.

---

<sup>404</sup> Ibid. Det samme udgangspunkt fremgår tillige af sag C-45/08, *Spector Photo Group NV*, præmis 59

<sup>405</sup> MAD, præambel nr. 30

<sup>406</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 35, stk. 2, nr. 2

<sup>407</sup> MAR art. 9, stk. 6

<sup>408</sup> Veil 2017, s. 212

<sup>409</sup> MAR, præambel nr. 24

<sup>410</sup> Krüger Andersen m.fl., 2014, s. 588

## 6.2. Forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden

### 6.2.1. Hensynene bag videregivelsesforbuddet

Baggrunden for at fastlægge et forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden kan helt overordnet begrundes i et ønske om at sikre markedets integritet og investorernes tillid.<sup>411</sup> Videregivelsesforbuddet har i den forbindelse to formål. Dels sikrer forbuddet, at der er størst mulig informationsparitet på markederne, hvorved investorerne i højere grad stilles lige.<sup>412</sup> Dels begrænser forbuddet antallet af insider, således at antallet af mulige insiderhandler formindskes.<sup>413</sup> Herved beskyttes investorerne mod ulovlig anvendelse af intern viden. Fortolkning af forbuddets indhold og afgrænsning heraf skal ske med udgangspunkt i disse formål.

### 6.2.2. Forbuddets anvendelsesområde

Det er forbudt uretmæssig at videregive intern viden.<sup>414</sup> Ifølge artikel 10 foreligger der uretmæssig videregivelse af intern viden, når en person er i besiddelse af intern viden og videregiver denne viden til enhver anden person.<sup>415</sup> Ligesom forbuddet mod insiderhandel, opstilles der således to indbyrdes krav, som skal være opfyldt, før der foreligger en overtrædelse. Det skal i den forbindelse bemærkes, at en videregivelse af intern viden vil være uretmæssig, uanset, at der er et formål med videregivelsen.<sup>416</sup>

Forbuddet gælder alle fysiske og juridiske personer i de situationer, som omhandlet i MAR's artikel 8, stk. 4. Det er således de samme primære og sekundære insider, som blev behandlet i afsnit 6.1.3.1, der er omfattet af videregivelsesforbuddet.

Efter MAR's artikel 10, stk. 2, omfatter uretmæssig videregivelse af intern viden desuden de situationer, som er angivet i artikel 8, stk. 2. Det betyder, at en person, der på grundlag af sin viden tilskynder eller anbefaler andre at erhverve, afhænde, annullere eller ændre sin handelsordre, vil overtræde forbuddet, såfremt vedkommende er klar over, eller burde være klar over, at tilskyndelsen eller anbefalingen er baseret på intern viden. Når en person tilskynder til eller anbefaler andre at deltage i insiderhandel, og samtidig fortæller om baggrunden herfor, vil vedkommende herefter overtræde såvel forbuddet mod insiderhandel som forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden. Det er dog ikke alle situationer, hvor en videregivelse kan betegnes som uretmæssig. Markedsaktører er ofte i besiddelse af intern viden, der i arbejdssammenhæng er nødvendig at videregive. For at forbuddet ikke unødigt skal begrænse selskabers forretningsmæssige aktivitet, kan det derfor i visse tilfælde være sagligt at videregive intern viden.<sup>417</sup> Af samme årsag er der i artikel 10 fastsat en særskilt undtagelse til hovedreglen om, at uretmæssig videregivelse er ulovlig. Herefter vil videregivelse være lovlig, hvis den sker som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktion.<sup>418</sup>

### 6.2.3. Retmæssig videregivelse af intern viden

MAR præciserer ikke nærmere, i hvilket omfang insider kan drøfte forhold, der udgør intern viden uden at komme i konflikt med forbuddet. Dog understreges det i præambelen, at MAR ikke har til formål at forbyde drøftelser af generel karakter, når det vedrører den forretningsmæssige eller markeds-mæssige udvikling mellem aktionærer og ledelsen angående en udsteder.<sup>419</sup>

---

<sup>411</sup> MAR, præambel nr. 2 og 7

<sup>412</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 33

<sup>413</sup> LSF 85, 23/01/1991, § 39 b)

<sup>414</sup> MAR art. 14, litra c) sammenholdt med art. 10, stk. 1, andet afsnit

<sup>415</sup> MAR art. 10, stk. 1

<sup>416</sup> LSF 85, 23/01/1991, § 39 b)

<sup>417</sup> Ibid

<sup>418</sup> MAR art. 10, stk. 1

<sup>419</sup> MAR, præambel nr. 19

En yderligere præcisering af, hvad der må anses som *normal led* behandles ikke nærmere i forordningen. Et eksempel herpå kan formentlig være normal informationsudvekling med selskabets rådgivere.<sup>420</sup> Formuleringen giver dog ikke mulighed for videregivelse, når videregivelsen er forbudt efter en anden lov, idet den i så fald ikke kan anses for *normal* i bestemmelsens forstand. Derfor må man altid starte med at vurdere, om videregivelsen er hindret i forhold til eksempelvis en lovbestemt eller aftalebestedt tavshedspligt.<sup>421</sup> Er dette ikke tilfældet, må det efterfølgende vurderes, om videregivelsen kan anses som berettiget under henvisning til bestemmelsens undtagelse.

Hvilke kriterier, der skal lægges til grund ved vurderingen af, hvad der kan videregives, kan illustreres ved EU-Domstolens præjudicielle sag C-384/02, *Grøngaard og Bang* fra 2005. Det bemærkes, at den præjudicielle forelæggelse vedrørte fortolkningen af videregivelsesforbuddet i insiderdirektivets artikel 3, litra a), men da forbuddet ikke har været genstand for nogen materiel ændring siden dets indførelse i 1991, har sagen samme retskildeværdi efter ikrafttrædelse af MAR.

### 6.2.3.1. Videregivelseskriterier

Sagen vedrørte Allan Bang og Knud Grøngaards videregivelse af intern viden i forbindelse med en fusion mellem Danske Bank og RealDanmark. Grøngaard var medarbejdervalgt medlem af RealDanmarks bestyrelse og samtidig udpeget af Finansforbundet som medlem af koncernsamarbejdsudvalget for RealDanmark. Efter et ekstraordinært bestyrelsesmøde i RealDanmark den 23. august 2000 videregav Grøngaard oplysninger til Bang, som var formand for Finansforbundet, om RealDanmarks planer om at indgå i fusionsforhandlinger med Danske Bank.<sup>422</sup> I perioden mellem den 28. august og 4. september 2000 konsulterede Bang sine to næstformænd samt en af sine medarbejdere i Finansforbundets sekretariat, Knud Christensen, hvor han videregav de oplysninger, han tidligere havde modtaget fra Grøngaard. Den 18. september 2000 deltog Grøngaard i et bestyrelsesmøde i RealDanmark, hvor detaljerne for fusionen blev drøftet, og igen den 22. september blev der afholdt et ekstraordinært møde i samarbejdsudvalget, hvor fusionen tillige blev diskuteret. Herefter rettede Grøngaard på ny henvendelse til Bang, med henblik på at rådgive de ansatte om fusionens konsekvenser. I forlængelse heraf blev tidsplanen for fusionen og de forventede kursstigninger på RealDanmarks aktier på mellem 60-70 procent drøftet.<sup>423</sup> Den efterfølgende dag videregav Bang disse oplysninger til Finansforbundets sekretariatschef J.B. Larsen og til sin medarbejder Knud Christensen. Fusionen mellem RealDanmark og Danske Bank blev offentliggjort den 2. oktober, hvorefter kursen steg med 65 %. Grøngaard og Bang blev tiltalt for overtrædelse af VPHL § 36, stk. 1 om ulovlig videregivelse af intern viden.<sup>424</sup> Københavns byret besluttede i den forbindelse at forelægge EU-Domstolen spørgsmål om rækkevidden af insiderdirektivets<sup>425</sup> undtagelsesbestemmelse i artikel 3, litra a), der som bekendt kan sidestilles med MAR's artikel 10 og artikel 14, litra c) om forbud mod videregivelse af intern viden.

Sagen er nyttig til at fastlægge de kriterier, der med fordel kan inddrages og vurderes, når der skal træffes beslutning om, hvorvidt en videregivelse må anses for tilladt. Disse kriterier kan med fordel inddeles i fire: væsentlighedskriteriet, saglighedskriteriet, proportionalitet og konkretisering.<sup>426</sup>

*Væsentlighedskriteriet* relaterer sig til, hvor kursfølsom den interne viden er.<sup>427</sup> Herefter skal der udvises særlig forsigtighed, når der er tale om videregivelse af intern viden, der vil kunne påvirke kursen mærkbart.<sup>428</sup> Det betyder med andre ord, at jo større betydning den interne viden vil have på kursdannelsen, desto mere forsigtighed må en insider udvise, dvs. jo lavere er muligheden for at videregive den interne viden. I den konkrete

<sup>420</sup> LSF 85, 23/01/1991, § 39 b)

<sup>421</sup> Moalem, 2010, s. 127 og 129

<sup>422</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 15

<sup>423</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 18

<sup>424</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 20

<sup>425</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 21

<sup>426</sup> Moalem, 2010, s. 130

<sup>427</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 37 sammenholdt med Moalem, 2010, s. 130

<sup>428</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 38

sag bemærker EU-Domstolen, at intern viden om en fusion mellem to børsselskaber generelt må anses som information af særlig følsom karakter.<sup>429</sup>

EU-Domstolen anfører desuden, at rækkevidden af undtagelsen opstiller en betingelse om, at der skal være en tæt forbindelse mellem den konkrete videregivelse og udøvelsen af beskæftigelsen, erhvervet eller funktionen for, at en videregivelse er berettiget.<sup>430</sup> Det præciseres i den forbindelse, at man ved bedømmelsen af rækkevidden, må tage hensyn til den risiko for misbrug, som videregivelsen medfører.<sup>431</sup> I lyset heraf og henset til den omstændighed, at bestemmelsen udgør en undtagelse, som skal fortolkes strengt, må videregivelse derfor kun ske, hvis det er strengt nødvendigt.<sup>432</sup> Disse betragtninger kan sammenfattes i et *saglighedskriterium*,<sup>433</sup> hvor der skal foretages en balance mellem behovet for at videregive den interne viden og hensynet til formålet med forbuddet, dvs. at alene de personer, der har behov for den pågældende viden modtager den, og at der i videst mulig omfang er informationsparitet.<sup>434</sup> At videregivelsen skal være strengt nødvendig, skal ikke nødvendigvis fortolkes således, at der skal foreligge en direkte pligt til at videregive. Det må i stedet forstås således, at der skal foreligge et legitimt og begrundet behov for at videregive den interne viden.<sup>435</sup> I denne vurdering kan inddrages momenter som blandt andet videregivers og modtagers behov for videregivelse, hvilke legitime interesser, der begrundet videregivelsen, samt hvilke misbrugsrisici, der kan være forbundet med videregivelsen.<sup>436</sup>

Det kræves desuden, at videregivelsen til enhver tid er *proportional*,<sup>437</sup> dvs. at videregivelsen ikke må gå videre end, hvad der må anses for nødvendigt for at nå det tilsigtede mål. Herunder bør det i overensstemmelse med dommen overvejes, om det er strengt nødvendigt at videregive den interne viden, eller om målet kan nås på anden vis, eksempelvis ved at vente med at videregive eller kun videregive dele heraf. For at opfylde dette krav kan man derfor med fordel opdele behovet for at videregive i, hvad der for personer er "*need-to-know*", og hvad der er "*nice to know*".<sup>438</sup>

*Konkretiseringsprincippet* betyder afslutningsvis, at der i tilfælde af flere på hinanden følgende videregivelser, skal foretages en konkret vurdering af, om hver enkelt videregivelse kan antages at udgøre en lovlig videregivelse.<sup>439</sup> Når det er blevet vurderet, at én videregivelse er berettiget, er det altså ikke ensbetydende med, at vurderingen også gælder fremover.

Resultatet af sagen blev, at de to tiltalte blev frifundet i Højesteret, hvor man lagde vægt på, at det var bedst stemmende med undtagelsesbestemmelsens formål, at man som medarbejdervalgt bestyrelsesmedlem i udgangspunktet har lov at drøfte spørgsmål om en fusion, der har væsentlig betydning for selskabets ansatte, med formanden for sin faglige organisation.<sup>440</sup> Det var endvidere sagligt begrundet og et normalt led i Bang's hverv som formand for Finansforbundet at videregive disse oplysninger.<sup>441</sup> Dette resultat var efter Højesterets opfattelse i overensstemmelse med EU-Domstolens afgørelse, og kunne dermed anses for at være en retmæssig videregivelse.

Såfremt en videregivelse kan anses for at være retmæssig, er der en særlig konsekvens, som man skal være opmærksom på.

---

<sup>429</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 38

<sup>430</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 31

<sup>431</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 32-33 samt 36

<sup>432</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 34 og 27

<sup>433</sup> Moalem, 2010, s. 131

<sup>434</sup> Moalem, 2010, s. 132

<sup>435</sup> Ibid

<sup>436</sup> Ibid

<sup>437</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 34

<sup>438</sup> Moalem, 2010, s. 120

<sup>439</sup> Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*, præmis 35 sammenholdt med Moalem, 2010, s. 136

<sup>440</sup> U.2009.2142H, (*Grøngaard og Bang*), s. 19

<sup>441</sup> Ibid

#### 6.2.4. Konsekvens af retmæssig videregivelse af intern viden

Adgangen til retmæssigt at videregive intern viden skal ses i sammenhæng med bestemmelsen om udsteders løbende oplysningsforpligtelse. Ifølge artikel 17, stk. 8, 1. pkt. skal en udsteder, der videregiver intern viden til tredjemand som led i den normale udøvelse af opgaver derfor *samtidig* offentliggøre den interne viden til markedet. I de tilfælde, hvor videregivelsen sker ubevidst, skal offentliggørelsen i overensstemmelse med bestemmelsen ske *hurtigst muligt* derefter. Herved sikres det, at markedsdeltagerne i videst muligt omfang har lige adgang til oplysninger. Denne bestemmelse synes rimelig, fordi der selv ved en berettiget videregivelse er en risiko for, at modtageren videregiver oplysningerne til tredjemand.<sup>442</sup>

Udgangspunktet gælder imidlertid ikke i de tilfælde, hvor den tredjemand, som modtager den interne viden er pålagt en tavshedspligt i henhold til en lov, administrative bestemmelser, vedtægter eller en kontrakt.<sup>443</sup> I praksis må virksomhederne således sikre sig, at den tredjemand, der modtager de pågældende oplysninger er underlagt en tavshedspligt.<sup>444</sup>

Denne undtagelse fremgik tidligere af VPHL § 27, stk. 2. Dog var undtagelsesbestemmelsen til oplysningsforpligtelsen dengang toleddet, hvorfor udgangspunktet tillige kunne fraviges i situationer, hvor det ved videregivelsen kunne sikres, at den modtagende tredjemand var bekendt med, at oplysningerne var intern viden og at vedkommende som følge heraf var underlagt forbuddet mod videregivelse af intern viden i VPHL § 36.<sup>445</sup> Denne tilføjelse er formentlig blevet fjernet som følge af indførelsen af det nye markedssonderingsregime jf. nærmere nedenfor.

#### 6.2.5. Ny safe-harbour model for markedssonderinger

MAR's artikel 11 introducerer en ny undtagelse til det generelle forbud mod uretmæssig videregivelse af intern viden. I overensstemmelse hermed er det muligt at vælge en safe-harbour model for videregivelse af intern viden ved markedssonderinger. Når bestemmelsens krav følges vil en videregivelse af intern viden, som er sket i forbindelse med en markedssondering, nemlig anses for sket som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktion.<sup>446</sup> Videregivelsen vil således med sikkerhed være lovlig jf. nærmere nedenfor. Af samme årsag er det relevant at undersøge, hvad der forstås ved en markedssondering.

En markedssondering forekommer, når en udsteder eller en sekundær udbyder af et finansielt instrument eller en person, der handler på disses vegne, kommunikerer med én eller flere potentielle investorer forud for offentliggørelsen af en transaktion. Formålet med denne kommunikation er at vurdere investorenes interesse i en mulig transaktion med de vilkår, der knytter sig hertil, såsom den potentielle størrelsesorden og kursfastsættelse.<sup>447</sup> Som eksempel på en markedssondering nævner formålsbetragtningerne de tilfælde, hvor en udsteder ønsker at foretage en kapitalforøgelse, hvorfor nøgleinvestorer kontaktes og oplyses om handlens vilkår, med det formål at opnå tilsagn om deltagelse i transaktionen.<sup>448</sup> Det kan tillige omfatte situationer, hvor en sælger ønsker at sælge en stor mængde værdipapirer på vegne af en investor, og derfor forsøger at vurdere den potentielle interesse i disse værdipapirer fra andre potentielle investorer side.<sup>449</sup> Fælles for disse tilfælde er således, at en udsteder ønsker at sondere markedet for investeringsinteresse.

Denne markedssondering anses som et værdifuldt redskab til at vurdere de potentielle investorers synspunkter, øge dialogen med aktionærene og sikre, at en aftale gennemføres som efter hensigten, hvilket kan være med til at øge tilliden på markedet. Af samme årsag er muligheden for at foretage markedssonderinger væsentlige for at sikre kapitalmarkedets funktion og bør ikke i sig selv betragtes som markedsmissbrug.<sup>450</sup>

<sup>442</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 2, 3. Pkt.

<sup>443</sup> MAR art. 17, stk. 8, 2. pkt.

<sup>444</sup> LSF 13, 06/10/2004, § 27, stk. 2, 1. Pkt.

<sup>445</sup> VPHL § 27, stk. 2, 4. pkt.

<sup>446</sup> MAR art.17, stk. 4

<sup>447</sup> MAR art.11, stk. 1

<sup>448</sup> MAR, præambel nr. 33

<sup>449</sup> MAR, præambel nr. 33

<sup>450</sup> MAR, præambel nr. 32

Ifølge MAR's artikel 11, stk. 2 finder safe-harbour modellen tillige anvendelse, når der er tale om markeds-sonderinger ved videregivelse af intern viden af en person, som agter at fremsætte et overtagelsestilbud eller foretage en fusion. Dette er dog forudsat, at denne viden er nødvendig for, at investorerne kan danne sig et billede af, om de er villige til at acceptere overtagelsestilbudet eller fusionen, og at denne villighed for aktionærerne er nødvendig for beslutningen om at fremsætte overtagelsestilbudet eller foretage fusionen. Dette må eksempelvis være tilfældet, hvor en aktionær besidder en større aktiepost, og tilbudsgiver ønsker et formelt eller uformelt forhåndstilsagn om, at denne vil acceptere overtagelses tilbudet, inden det offentlige tilbud fremsættes.

For at kunne anvende den nye safe-harbour model om markeds-sonderinger, skal markedsaktøren, der videregiver en viden, opfylde en række krav fastsat i MAR's artikel 11, stk. 3 og 5. Disse krav præciseres i Kommissionens to forordninger 2016/959<sup>451</sup> og 2016/960.<sup>452</sup> Forinden gennemførelsen af markeds-sonderingen skal der nedfældes en skriftlig konklusion på, hvorvidt markeds-sonderingen vil medføre videregivelse af intern viden. Denne forpligtelse vil gælde hver gang, der under en markeds-sondering videregives viden, og den skal ajourføres løbende.<sup>453</sup> Den markedsdeltager, som videregiver viden skal desuden give de potentielle investorer visse standardoplysninger forud for videregivelsen. Såfremt det vurderes, at sonderingen vil medføre en videregivelse af intern viden, skal der eksempelvis indsamles den potentielle investors samtykke til at modtage oplysninger, der udgør intern viden. Den modtagende part skal i den forbindelse blandt andet oplyses om, den del, som videregiveren betragter som intern viden, og informere denne om at holde den interne viden fortroligt og om følgerne af videregivelsen, dvs. at insiderforbuddene aktiveres.<sup>454</sup> Såfremt det vurderes, at sonderingen *ikke* vil medføre en videregivelse af intern viden, skal en række oplysninger alligevel gives til og indhentes fra potentielle investorer, inden transaktionen videregives.<sup>455</sup> Man kan i den forbindelse argumentere for, at det kan virke formålsløst at have safe-harbour regler om forhold, der ikke er intern viden.

Der følger desuden en række temmelig omfattende dokumentationskrav.<sup>456</sup> De nærmere oplysninger, som skal indgå i de skriftlige lister som fremgår af forordning 2016/959, bilag I, såfremt der er videregives intern viden, og bilag II, såfremt der ikke videregives intern viden. Herudover følger der tillige en række krav, som skal være opfyldt, efter en videregivelse, som eksempelvis videregivers pligt til løbende at vurdere om markeds-sonderingen medfører en videregivelse af intern viden, og om den videregivne viden ophører med at være intern viden.<sup>457</sup> Disse vil ikke blive behandlet nærmere, og nævnes blot for at understrege de omfattende krav til compliance dokumentation.

Med bestemmelsen indføres således et nyt regime for markeds-sonderinger med nye krav til dokumentation og forretningsgange. Bestemmelsen er formentlig indsat på baggrund af et ønske om at skabe større klarhed i forhold til muligheden for at videregive intern viden som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktioner.<sup>458</sup> I overensstemmelse med ovenstående kan anvendelsen af en safe-harbour model dog i praksis synes at være en tung opgave at løfte. Man kan i den forbindelse sætte spørgsmålstejn ved, om modellen kunne være udformet knapt så omfattende. Regimet omfatter bestemmelser i MAR med dertilhørende formålsbe-  
tragtninger, to niveau 2 forordninger, guidelines og en Final Report.<sup>459</sup> Det er derfor ikke "bare lige" at efterleve kravene. Derfor må man foretage en balancering af fordele og ulemper, og vurdere om byrden ved at efterleve kravene i et vist omfang kan opvejes af den øgede sikkerhed for overholdelse af forbuddet. I den forbindelse bør man nok medregne, at dokumentationskravene formentlig vil kunne ligge i standardformater. Dette må i et vist omfang lette byrden.

---

<sup>451</sup> Gennemførelsesforordning 2016/959

<sup>452</sup> Delegeret forordning 2016/960

<sup>453</sup> MAR art. 11, stk. 3

<sup>454</sup> MAR art. 11, stk. 5. Den fulde liste følger af Delegeret forordning 2016/960, artikel 3, stk. 3, litra a) – h)

<sup>455</sup> Kommissionens forordning 2016/960 artikel 3, stk. 4, litra a) – f)

<sup>456</sup> MAR art. 11, stk. 5, 2. afsnit samt Kommissionens forordning 2016/690 art. 6 om registreringsforpligtelser

<sup>457</sup> Se eksempelvis MAR art. 11, stk. 6 og Kommissionens forordning 2016/960 art. 5 om procedure for meddelelse af, at oplysningerne er ophørt med at være intern viden samt MAR art.11, stk. 8 om forpligtelsen til at opbevare de påkrævede lister i 5 år.

<sup>458</sup> ESME report, 06/07/2007, s. 10

<sup>459</sup> MAR art. 11, stk. 1-11 samt præambel nr. 32-35, Delegeret forordning 2016/960, Gennemførelsesforordning 2016/959, MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1477, Final Report, ESMA/2016/1130, 13/07/2016



## 6. KONKLUSION OG PERSPEKTIVERING

Denne afhandling har indledningsvist søgt at præsentere de økonomiske rationaler for regulering af intern viden. Baggrunden for retlig intervention må i høj grad forklares ud fra hensynet til at sikre kapitalmarkedernes funktion. Kapitalmarkedets væsentligste funktion er at allokere ressourcer mellem dem, der har et overskud og de, der har et underskud. Adgangen til information er i den forbindelse afgørende for, at kapitalmarkedet kan udfylde sin allokeringssopgave optimalt. Ifølge økonomen Fama er et marked efficient, når kurserne på markedet afspejler alt tilgængelig information. Man har imidlertid måtte erkende, at Fama's hypotese om det efficiente kapitalmarked ikke holder ved alle niveauer af information, idet visse personer vil være i besiddelse af monopolistisk information i form af intern viden, som formentlig ikke afspejles i kursen. Markedet er således ikke i stand til at reflektere intern viden, hvorved der opstår en markedsfejl.

Denne markedsfejl forsøger man at imødekomme gennem retlig intervention. Dette gøres ved at opstille særlige krav til personer, der er i besiddelse af intern viden. Begrebet intern viden er således et centralt element i MAR. Herved forstås *specifik viden*, som *ikke er blevet offentliggjort*, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere *udstedere* eller et eller flere *finansielle instrumenter*, og som, hvis den blev offentliggjort, *mærkbart ville kunne påvirke kursen* på disse finansielle instrumenter. Specifik viden omfatter sikre såvel som usikre oplysninger. Med ikrafttrædelsen af MAR er det desuden blevet præciseret, at specifik viden også omfatter midlertidige skridt. Ellers ligner intern viden-begrebet det, vi kender fra VPHL. Ifølge MAR er kravet om kursrelevans opfyldt, når en fornuftig investor ville antages at benytte oplysningen som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutninger. I præambelen til MAR har man udtrykt et ønske om en større retssikkerhed omkring disse to krav. Derfor synes det besynderligt, at sidstnævnte blot gengiver indholdet af det tidligere gennemførelsesdirektiv.

Konsekvensen af, at der foreligger intern viden er, at de to instrumenter, der forsøger at håndtere intern viden, aktiveres. At de to instrumenter er knyttet op om *det samme* intern viden-begreb betyder, at MAR er baseret på en et-trins tilgang. Dette medfører (umiddelbart) en betydelig ændring i dansk ret, der tidligere har anvendt en to-trins tilgang. Lovgivers vej hertil har dog ikke været ligetil, idet anvendelsen af en et-trins tilgang i udgangspunktet bevirker, at dynen bliver for kort. Et bredt intern viden-begreb vil i den forbindelse være fordelagtigt for forbuddet mod insiderhandel, men skadeligt for pligten til at offentliggøre intern viden, mens et snævert intern viden-begreb ville være fordelagtigt for pligten til at offentliggøre intern viden, men skadeligt for forbuddet mod insiderhandel. Ikke desto mindre er offentliggørelsesforpligtelsens indtræden fremrykket efter dansk ret, da intern viden nu skal offentliggøres, når den konstateres. En konsekvens afledt heraf er, at finansiell information, der ikke kan rummes inden for de tidligere offentliggjorte forventninger vil være intern viden, der skal offentliggøres hurtigst muligt. Offentliggørelse af intern viden sikrer, at den monopolistiske information spredes i en stræben efter efficiente kapitalmarkeder. Herved får markedsdeltagerne adgang til den samme viden, idet informationsasymmetrien udlignes ved offentliggørelsen. Markedet nyder dog ikke ubetinget godt af al information, da offentliggørelse af usikker viden potentielt kan medføre information overload samt mislede markedet, hvis et forhold senere viser sig, ikke at blive en realitet.

Udstederen har da også mulighed for at udsætte offentliggørelsen, såfremt den vil skade udstederens legitime interesser. Dette kræver dog, at udsættelsen ikke vil vildlede offentligheden, ligesom fortroligheden skal være sikret. Med ikrafttrædelsen af MAR har lovgiver formentlig tilladt en bredere adgang til at udsætte offentliggørelse, hvilket må anses for at løse problemet med den korte dyne. Med denne bredere udsættelsesadgang vil offentliggørelse i mange tilfælde i praksis antages at ske på et senere tidspunkt, hvorved ændringen i dansk ret alligevel ikke bliver så dramatisk. Anvendelsen af udsættelsesadgangen kræver dog opfyldelse af en række administrative krav, hvilket besværliggør brugen heraf. Dertil følger den konsekvens, at udsteder venter med at kvalificere viden som intern viden. Herved øges risikoen for at overtræde insiderforbuddene.

Forbuddet mod insiderhandel forhindrer, at insidere misbruger den interne viden til at opnå en urimelig fordel til skade for tredjemand. Et forbud er fortsat nødvendigt, fordi det stadig er muligt (og nu i højere grad) at anvende en udsættelsesadgang. Forbuddet mod insiderhandel ligner i alt væsentlighed sig selv, hvorfor det ikke synes at have været ambitionen at ændre reglen afgørende. Anvendelsesområdet er dog udvidet, idet

afståelse fra at handle tillige betegnes som insiderhandel efter MAR. Selvom anvendelsesområdet er bredere sikrer artikel 9, at visse former for adfærd fortsat er lovlig. Der oplistes flere eksempler på lovlig adfærd end som skrevet i VPHL, hvilket må bidrage til en større retssikkerhed på området. I den forbindelse bør værdipapirhandlere dog være opmærksomme på, at det ikke er lovligt at vende det blinde øje til ved udførelse af en kundes ordre.

Forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden har til formål at sikre, at der er størst mulig informationsparitet, ligesom forbuddet skal begrænse antallet af insidere. Markedsaktører er dog ofte i besiddelse af intern viden, der i arbejdssammenhæng er nødvendige at videregive. Hvorvidt den interne viden retmæssigt kan videregives må vurderes ud fra kriterier om væsentlighed, saglighed, proportionalitet samt konkretisering. Videregivelsesforbuddet ligner materielt sig selv, dog indføres en safe-harbour model, som markedsaktører kan tilvælge ved videregivelse i forbindelse med markedssonderinger. Såfremt denne tilvælges, vil de med sikkerhed ikke være omfattet af forbuddet. Dette kræver dog opfyldelse af en række administrative krav, og man kan i den forbindelse stille spørgsmålstegn ved, om det er nødvendigt at indføre et så omfattende regime.

Gennem offentliggørelsesforpligtelsen og insiderforbuddene søges investorernes tillid sikret, idet personer, der er i besiddelse af intern viden enten tvinges til at offentliggøre den eller forpligtes til ikke at misbruge den. På denne måde tilstræbes det at sikre kapitalmarkedernes funktion. Reglerne forsøger således på forskellig vis at håndtere den interne viden i målet om at sikre markedets integritet. Reglernes effekt afhænger dog i vidt omfang af, at der er passende mulighed for at sanktionere, når reglerne ikke overholdes. En form for sanktion kan blandt andet ses ved Finanstilsynets offentliggørelse af blandt andet påtaler, påbud, administrative bødeforlæg og politianmeldelser i sager om (potentielle) overtrædelser af bestemmelserne, jf. VPHL § 84 m. Bestemmelsen er indført på baggrund af MAR's artikel 34 og må bidrage til, at virksomheder og personer afskrækkes fra at overtræde bestemmelserne, idet deres overtrædelser ikke blot fejles ind under gulvtæppet, men bliver kendt af offentligheden. Herved kan børsselskabernes ry potentielt lide skade.

Offentliggørelse af overtrædelser er dog ikke den eneste sanktionsform, idet medlemsstaterne desuden må sikre et effektivt nationalt sanktionsregime.<sup>460</sup> Lovgiver har i formålsbetragtningerne i MAR tilkendegivet, at en ensartet håndhævelse af reglerne er ønskeligt.<sup>461</sup> Det må dog konstateres, at der ikke tidligere har været en fælles fremgangsmåde i medlemsstaterne,<sup>462</sup> hvilket man må antage fortsat er tilfældet. Medlemsstaterne kan sanktionere overtrædelser ved blandt andet administrative bøder, men kan desuden vælge at sanktionere ved strafferetlige bestemmelser.<sup>463</sup> I Danmark er det ikke muligt at indføre administrative bøder.<sup>464</sup>

Manglende overholdelse af pligten til at offentliggøre intern viden straffes efter dansk ret med bøde, hvor der lægges vægt på grovheden af overtrædelserne samt hvor længe overtrædelserne har fundet sted.<sup>465</sup> Straffen skærpes således, hvis der er tale om en grov overtrædelse, og hvis overtrædelserne har foregået over længere tid. Ikrafttrædelsen af MAR har medført en vigtig tilføjelse hertil, hvorefter der tillige skal lægges vægt på lovovertræderens finansielle styrke og fortjeneste eller undgåede tab ved overtrædelserne.<sup>466</sup> Det følger dertil af forarbejderne, at sanktionsniveauet skal være mærkbart for den enkelte aktør.<sup>467</sup> Netop dette må være af allerhøjeste betydning for understøttelse af reguleringen, idet de helt store aktører herved også vil kunne mærke, at en overtrædelse gør ondt. Såfremt der herefter gives nogle mærkbare bøder, vil denne ændring formentlig bidrage til en større præventiv effekt.

Det fremgår ikke direkte af loven, hvorvidt aktørens størrelse også har en betydning for fastlæggelse af bøder

---

<sup>460</sup> MAR art. 30

<sup>461</sup> MAR, præambel nr. 71

<sup>462</sup> Dette ses bl.a. i: CESR/08-099

<sup>463</sup> MAR art. 30

<sup>464</sup> L159, 30/03/2016, afsnit 3.5.3

<sup>465</sup> VPHL § 93, stk. 1 og 8

<sup>466</sup> L159, 30/03/2016 § 93, stk. 8, 2. pkt.

<sup>467</sup> Ibid

ved overtrædelse af insiderforbuddene.<sup>468</sup> Forarbejderne henviser dog til denne bestemmelse for så vidt angår strafudmålingen ved insiderforbuddene.<sup>469</sup> Ikke desto mindre kan overtrædelse af insiderforbuddene straffes med bøde eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Dertil kan overtrædelsen af forbuddet mod insiderhandel under særligt skærpende omstændigheder straffes med fængsel indtil 6 år. Strafferetlige sanktioner er samfundets alvorligste form for kritik af en lovovertrædelse.<sup>470</sup> Dertil har disse en større afskrækkende virkning end administrative sanktioner.<sup>471</sup> Denne betragtning må indgå i eventuelle overvejelser om, hvorvidt de strafferetlige sanktioner sikrer et niveau på højde med administrative bøder i andre medlemsstater.

## 7. LITTERATURLISTE

### EU-retten

#### *Traktat*

- Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsområde (TEUF)

#### *Forordninger (og forslag hertil)*

- EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (forordningen om markedsmisbrug) og om ophævelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF og Kommissionens direktiv 2003/124/EF, 2003/125/EF og 2004/72/EF (Benævnt: MAR)
- Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), KOM (2011) 651 af 20/10/2011 (Benævnt: Forslag til MAR)
- EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING (EU) nr. 1095/2010 af 24. november 2010 om oprettelse af en europæisk tilsynsmyndighed (Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed), om ændring af afgørelse nr. 716/2009/EF og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2009/77/EF (Benævnt: Forordning nr.1095/2010)

#### *Direktiver (og forslag hertil)*

- EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (Benævnt: MAD)
- Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV OM INSIDERHANDEL OG KURSMANIPULATION (MARKEDSMISBRUG), KOM (2001) 281 af 30/05/2001 (Benævnt: Forslag til MAD)
- Udvalget om Økonomi og Valutaspørgsmål, Betænkning om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmanipulation) af 27. februar 2002 om forslag til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om insiderhandel og kursmanipulation, KOM (2001) 281 (Benævnt: Betænkning nr. 201, 2002)
- EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU
- RÅDETS DIREKTIV af 13. november 1989 om samordning af retsforskrifterne vedrørende insiderhandel (Benævnt: Insiderdirektivet)

---

<sup>468</sup> VPHL § 94, stk. 1

<sup>469</sup> L159, 30/03/2016, § 94, stk. 1

<sup>470</sup> Betænkning nr. 1561, 2016, s. 121

<sup>471</sup> Forslag til MAR, s. 14

#### *Kommissionens gennemførelsesforordninger*

- KOMMISSIONENS GENNEMFØRELSESFORORDNING (EU) 2016/1055 af 29. juni 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår de tekniske metoder til passende offentliggørelse af intern viden og til at udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 (Benævnt: Gennemførelsesforordning 2016/1055)
- KOMMISSIONENS GENNEMFØRELSESFORORDNING (EU) 2016/959 af 17. maj 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for markedssonderinger for så vidt angår de systemer og indberetningsmodeller, der skal anvendes af markedsdeltagere, der videregiver viden, og formatet for optegnelserne, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 (Benævnt: Gennemførelsesforordning 2016/959)

#### *Kommissionens delegerede forordninger*

- KOMMISSIONENS DELEGEREDE FORORDNING (EU) 2016/960 af 17. maj 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for hensigtsmæssige ordninger, systemer og procedurer for markedsdeltagere, der videregiver viden som led i markedssonderinger (Benævnt: Delegeret forordning 2016/960)

#### *Kommissionens gennemførelsesdirektiver*

- 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 (Benævnt: Gennemførelsesdirektivet)

#### *Retningslinjer*

- MAR-retningslinjer, Personer, der modtager markedssonderinger, 10. november 2016, ESMA 2016/1477 (MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1477)
- MAR-retningslinjer, Udsættelse af offentliggørelsen af intern viden, 20. oktober 2016, ESMA 2016/1478 (MAR-retningslinjer, ESMA 2016/1478)
- Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562, november 2006 (Benævnt: CESR/06-562)
- Market Abuse Directive – Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, CESR/06-562b, July 2007 (Benævnt: CESR/06-562b)
- Market Abuse Directive, Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market, Feedback Statement, CESR/07-402, July 2007 (Benævnt: CESR/07-402)
- CESR Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, 2002, CESR/02.089d, december 2002 (Benævnt: CESR/02.089d)

#### *Consultation Paper & Final Report, Guidelines:*

- Final Report, Guidelines on the Market Abuse Regulation – market soundings and delay of disclosure of inside information, 13. juli 2016, ESMA/2016/1130 (Benævnt: Final Report, ESMA/2016/1130, 13/07/2016)
- Final report, Draft technical standards on the Market Abuse Regulation, 28. september 2015, ESMA 2015/1455 (Benævnt: Final Report, ESMA/2016/1130, 28/09/2015)
- Consultation Paper, Draft guidelines on the Market Abuse Regulation, 28. januar 2016, ESMA 2016/162 (Consultation Paper, ESMA, 2016/162)

## **Dansk ret**

#### *Lovbekendtgørelser*

- Lovbekendtgørelse nr. 251 af 21/03/2017 om værdipapirhandel mv.
- Lovbekendtgørelse nr. 831 af 12/06/2014 om værdipapirhandel mv.

### *Forarbejder*

- Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., straffeloven og retsplejeloven, fremsat den 30/03/2016, LSF 159 (Benævnt 159, 30/03/2016)
- Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel mv. og lov om finansiel virksomhed, fremsat den 06/10/2004, LSF 13 (Benævnt: LSF 13, 06/10/2004)
- Forslag til lov om ændring af lov om finansiel virksomhed, lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, lov om værdipapirhandel m.v., møntloven og forskellige andre love, fremsat den 09/11/2010, LSF 49 (Benævnt: LSF 49, 09/11/2010)
- Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om aktieselskaber, årsregnskabsloven, lov om forebyggende foranstaltninger mod hvidvask af udbytte og finansiering af terrorisme, lov om en garantifond for skadesforsikringsselskaber, lov om forsikringsformidling og forskellige andre love, fremsat den 04/10/2006, LSF 20 (Benævnt: LSF 20, 04/10/2006)
- Forslag til lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs, lov om aktieselskaber og lov om forsikringsvirksomhed, fremsat den 23. januar 1991, LSF 85 (Benævnt: LSF 85, 23/01/1991)
- Industriministeriet, Betænkning nr. 1216 om insider-handel, marts 1991 (Benævnt: Betænkning nr. 1216/1991)
- Økonomi- og Erhvervsministeriet, Betænkning nr. 1521 om insiderhandel, juli 2010 (Benævnt: Betænkning nr. 1521/2010)
- Erhvervs- og Vækstministeriet, Betænkning nr. 1561 om bødesanktioner på det finansielle område, maj 2016 (Benævnt: Betænkning nr. 1561/2016)

### *Vejledninger og udkast hertil*

- Vejledning nr. 9603 af 12/12/2011, om § 27 i lov om værdipapirhandel m.v. for udstedelse af værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked (Benævnt: Vejledning nr. 9603)
- Udkast til vejledning af 10/02/2017, Hvornår er oplysninger i finansielle rapporter intern viden? (Benævnt: Udkast til vejledning af 10/02/2017)

## **Retspraksis**

### *Præjudicielle sager og forslag hertil:*

- Sag C-828/13, *Lafonta*
- Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*
- Sag Forslag til afgørelse fra generaladvokat P. Mengozzi, fremsat den 21. marts 2012 (1) Sag C-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG* (Benævnt: Forslag til sag c-19/11, *Markus Geltl mod Daimler AG*)
- Sag C-45/08, *Spector Photo Group NV*
- Sag C-391/04, *Georgakis*
- Sag C-384/02, *Grøngaard og Bang*

### *Danske domme*

- U.2014.3464V, (Bioporto)
- U.2009.2142H, (Grøngaard og Bang)
- U.2006.3359H, (Jørn Vase)
- U.2001.673V, (Martin-Gruppen)
- U.2005.984H, (Midtbank)
- U.1999.513Ø, (C.W. Obel)
- U.1997.1504H

## Finanstilsynet

- Sag offentliggjort den 10. december 2013 (Novo Nordisk A/S)
- Sag offentliggjort den 7. oktober 2009 (Amagerbanken A/S)
- Sag offentliggjort den 3. november 1999

## Afgørelser og Udtalelser fra NASDAQ

- Afgørelser og Udtalelser 2017
- Afgørelser og Udtalelser 2012
- Afgørelser og Udtalelser 2010
- Afgørelser og Udtalelser 2008
- Afgørelser og Udtalelser 2003

## Sekundær litteratur

### Bøger

- Andersen, Paul Krüger, m.fl., *Børsretten*, Jurist- og økonomiforbundet, 2014, 5. udgave (Benævnt: Krüger Andersen, m.fl., 2014)
- Fogtdal, Hans, *Børs kriminalitet – straf af insiderhandel og kursmanipulation efter dansk ret*, Jurist og Økonomiforbundets forlag, 2015 (Benævnt: Fogtdal 2015)
- Hansen, Jesper Lau, *Informationsmisbrug: en analyse af de centrale bestemmelser i børnsrettens informationsregime*, Jurist- og Økonomiforbundet, 2001 (Benævnt: Lau Hansen, 2001)
- Hansen, Jesper Lau, *Introduktion til selskabsretten og kapitalmarkedsretten*, Jurist- og Økonomiforbundets forlag, 2014 (Benævnt: Lau Hansen, 2014)
- Hansen, Jesper Lau, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer*, Jurist- og Økonomiforbundets Forlag, 2013, bind II, 9. Udgave (Benævnt: Lau Hansen, 2013)
- Hansen, Jesper lau, *Værdipapirhandelsloven med kommentarer*, Bind II, 2016, 12. Udgave (Benævnt: Lau Hansen, 2016a)
- Tvarnø, Christina, m.fl, *Retskilder og retsteorier*, 2014, 4. Reviderede udgave, 2014 (Benævnt: Tvarnø, 2014)

### Artikler

#### A

- Akerlof, George A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, 1970 (Benævnt: Akerlof, 1970)

#### D

- Di Noia, Carmine mfl., *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, European Company and Financial Law Review, Bind 9, Hæfte 4, 2012 (Benævnt: Di Noia, 2012)

#### F

- Fama, F. Eugene, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 1970 (Benævnt, Fama, 1970)
- Fogtdal, Hans, *En værdipapirhandlers valg mellem pest eller kolera*, Ugeskrift for retsvæsen 2017, nr. 6 (Benævnt: Fogtdal, 2017)

#### G

- Gilotta, Sergio, *Disclosure in Securities Markets and det Firms Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis*, 2012 (Benævnt: Gilotta, 2012)

- Gilson, J. Ronald m.fl., *The Mechanisms of Market Efficiency*, *Virginia Law Review*, Bind 70, Hæfte 4, 1984 (Benævnt: Gilson, m.fl., 1984)

## H

- Hansen, Jesper Lau, *The Hammer and the Saw – A short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, 2012 (Benævnt Lau Hansen, 2012)
- Hansen, Jesper Lau, *Say when: When must an issuer disclose inside information?* 2016 (Benævnt: Lau Hansen 2016b)
- Hansen, Jesper Lau, m.fl., *Den kvalitative karakter af intern viden – en analyse af Gelt og Lafonta*, NTS 2015, s. 64 (Benævnt: Lau Hansen, m.fl., 2015)
- Hansen, Jesper Lau, m.fl., *Ny betænkning om insiderhandel*, Finans/invest, udg. nr. 296, 2010 (Benævnt: Lau Hansen, m.fl., 2010)

## K

- Kendall, M. G., *The Analysis of Economic Time-Series-Part I: Prices*, 1953 (Benævnt: Kendall, 1953)
- Kersting, Christian, *Insider Dealing and Ad Hoc Disclosure Requirements in the New EU Market Abuse Regulation*, 2014 (Benævnt: Kersting, 2014)
- Krause, Hartmut, m.fl., *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* - A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, *Capital Markets Law Journal*, 2013 (Benævnt: Krause, m.fl., 2013)

## M

- Moalem, David, m.fl., *Daimler-dommens betydning for dansk børsret – et svar til ET 2014.39*, *Erhvervsjuridisk Tidsskrift*, 2014 (Benævnt: Moalem, m.fl., 2014)
- Moalem, David, *Forbuddet mod insiderhandel – om intern viden og misbrugsreservationen*, 2004 (Benævnt: Moalem, 2004)
- Moalem, David, *Intern viden-begrebet, revision & regnskabsvæsen*, 2007 (Benævnt: Moalem, 2007a)
- Moalem, David, *Om forbuddet mod videregivelse af intern viden*, 2007 (Benævnt: Moalem 2007b)
- Moalem, David, *Om forbuddet mod uberettiget videregivelse af intern viden*, NTS, 2010 (Benævnt: Moalem, 2010)

## R

- R.B., *Aktiemarkedets funktion*, Finans/invest, udg. nr. 77, 1983 (Benævnt: R.B., 1983)
- Rose, Caspar, *Forbuddet mod insider handel – en retsøkonomisk analyse*, 2003 (Benævnt: Rose, 2003)

## S

- Søggaard, Klaus m.fl., *Markedsmisbrugsforordningen – en indføring i de nye regler*, 2016 (Benævnt: Søggaard m.fl., 2016)
- Søggaard, Klaus m.fl., *Markedsmisbrugsforordningen – hvad vi lærte af et hektisk 2016 med MAR*, 2017 (Søggaard, m.fl., 2017)

## Ø

- Østergreen, Rasmus, *Forbuddet mod insiderhandel – et retsøkonomisk bidrag*, *Nordisk tidsskrift for selskabsret*, 2014, (Benævnt: Østergreen, 2014)

## Rapporter

- ESME report, Market abuse EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation, 06/07/2007 (Benævnt: ESME report, 06/07/2007)
- Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets af 15. februar 2001 (Benævnt: Final Report, 15/02/2001)
- CESR, EXECUTIVE SUMMARY TO THE REPORT ON ADMINISTRATIVE MEASURES AND SANCTIONS AS WELL AS THE CRIMINAL SANCTIONS AVAILABLE IN MEMBER STATES UNDER THE MARKET ABUSE DIRECTIVE (MAD) (REF. CESR/07-693) (Benævnt: CESR/08-099)

## Arbejdsdokumenter

- Commission, Review of Directive 2003/6/EC on insider dealing and market manipulation, Call for Evidence, 2009 (Benævnt: Call for Evidence, 2009)

## Øvrigt fra EU

- Council of EU, Presidency compromise, doc. 9435/12, Brussels, 2 May 2012 (Benævnt: Council of EU, doc. 9435/12)
- Council of EU, Presidency compromise, doc. 10198/12, Brussels, 22 May 2012 (Benævnt: Council of EU, doc. 10198/12)
- Council of EU, Presidency compromise, doc. 133313/12, Brussels, 3 September 2012 (Benævnt: Council of EU, doc. 133313/12)
- Council of EU, Presidency compromise, doc. 14601/12, Brussels, 4 October 2012 (Benævnt: Council of EU, doc. 14601/12)
- Council of EU, Presidency compromise, doc. 15707/12, Brussels, 31 October 2012 (Benævnt: Council of EU, doc. 15707/12)
- Council of EU, Progress report, doc. 11535/12, Brussels, 21 Juni 2012 Review Panel report, (Benævnt: Council of EU, doc. 11535/12)

## Øvrigt

- Nasdaq Copenhagen, regler for udstedere af aktier, 3. juli 2016
- FSA 2015/15, Market Abuse Directive Instrument, 2005

## Hjemmesider

- <https://www.finanstilsynet.dk/da/Nyheder-og-Presse/Sektornyt/2016/Udsaettelse-af-offentliggørelse-af-intern-viden> (sidst tjekket den 31.05.2017)
- <https://finanstilsynet.dk/da/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Domme-og-boeder/2014/LVPH-Novo-Nordisk-as-180814> (sidst tjekket den 31.05.2017)
- [http://www.novonordisk.com/content/Denmark/HQ/www-novonordisk-com/en\\_gb/home/media/news-details.1676900.html](http://www.novonordisk.com/content/Denmark/HQ/www-novonordisk-com/en_gb/home/media/news-details.1676900.html) (sidst tjekket den 31.05.2017)