

NOTAT

Finanstilsynets overvejelser om ændring af forbuddet mod insiderhandel i lov om værdipapirhandel m.v. § 35

1. Indledning

1.1. Baggrund og indstilling

Højesteret har den 22. december 2004 afsagt dom i sag 384/2004, Rigsadvokaten mod Midtbank A/S m.fl. (herefter: Midtbank-sagen). Sagen vedrørte, om Midtbank A/S's køb af egne aktier, der blev foretaget på et tidspunkt, hvor banken lå i forhandlinger om overtagelse med Svenska Handelsbanken, var i strid med reglerne om insiderhandel. Med dommen har Højesteret stadfæstet landsrettens afgørelse om frifindelse af de tiltalte.

Midtbank-sagen har både før og efter Højesterets afgørelse givet anledning til stor omtale. Efter Højesterets afgørelse i sagen har der fra forskellig side været peget på behovet for klare regler på området. Enkelte har opfordret til en ændring af de gældende¹ regler. Der er dog også organisationer og eksperter, der har udtalt, at de gældende regler fortolket i lyset af Højesterets dom er klare nok, og at der ikke bør laves en lovændring.

Finanstilsynet har på baggrund af den store debat omkring insiderreglerne besluttet at foretage en nærmere vurdering af, om de gældende regler bør ændres. Nærværende notat indeholder denne vurdering.

Finanstilsynet vurderer, at den tvivl, der i lyset af Midtbank-sagen kan være om rækkevidden af forbuddet mod insiderhandel, formentlig er af forholdsvis begrænset praktisk betydning. Finanstilsynet lægger vægt på, at de nye regler, der er gennemført ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, særligt de nye regler om virksomhedernes tilbagekøb af egne aktier, bidrager til en større klarhed. Finanstilsynet finder derfor, at der ikke umiddelbart er behov for at ændre på reglerne.

¹ Når der i dette notat henvises til de "gældende regler", menes der reglerne i lov om værdipapirhandel m.v. inklusiv de ændringer af loven, som er vedtaget ved lov nr. 1460 af 22. december 2004. Disse lovændringer træder først i kraft 1. april 2005.

Finanstilsynet vurderer, at de danske regler på hensigtsmæssig måde varetager hensynet til en klar retstilstand samtidigt med, at reglerne giver myndigheder og domstoles mulighed for en vis fleksibilitet ved anvendelsen af reglerne i konkrete sager.

1.2. Notatets afgrænsning og struktur

Notatet er begrænset til at angå spørgsmål vedrørende forbuddet mod insiderhandel. Den principielle debat omkring forståelsen og klarheden af lovreglerne om insiderhandel har primært drejet sig om betingelserne for insiderforbuddets anvendelse, nærmere bestemt om der i loven er indeholdt et såkaldt misbrugs- eller uhæderlighedskrav. Det er derfor også dette spørgsmål, der fortrinsvis vil blive behandlet i notatet.

Notatet er inddelt i tre hovedafsnit.

I notatets første hovedafsnit redegøres der for formålet med reglerne om insiderhandel, og de principper der efter Finanstilsynets vurdering bør lægges til grund ved udformningen af reglerne. Hensigten med at identificere de bagvedliggende principper er at opstille en ramme for vurderingen af, om de gældende danske regler er hensigtsmæssigt udformet.

I notatets andet hovedafsnit redegøres for den gældende retstilstand, herunder Højesterets dom i Midtbank-sagen samt de nyligt ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 vedtagne lovændringer. Endvidere redegøres for reguleringen af spørgsmålet om insiderhandel i markedsmisbrugsdirektivet², da dette direktiv udgør den EU-retlige ramme for, hvordan den danske regulering på området kan udformes. Endelig indeholder notatets andet hovedafsnit en kort beskrivelse af lovgivningen om insiderhandel i de øvrige nordiske lande.

Notatets tredje hovedafsnit indeholder den nærmere vurdering af, om der er behov for at ændre de gældende danske regler. Det vurderes, om de danske regler, set i lyset af de i det første hovedafsnit identificerede formål og hensyn, er hensigtsmæssigt udformede.

Afslutningsvis indeholder notatet en samlet konklusion på spørgsmålet om, der er behov for ændringer af de gældende danske regler.

2. Formål og principper bag reglerne om insiderhandel

Der er en generel samfundsmæssig interesse i at have effektive og vel-fungerende markeder for handel med værdipapirer. Afgørende for marke-

² Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 29. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), EU-Tidende 2003 L 96, s. 16.

dernes effektivitet er investorernes tillid til, at de stilles lige. Denne tillid kan svækkes, såfremt der forekommer insiderhandel, hvorved visse investorer opnår en fordel, som andre ikke har mulighed for. Formålet med reglerne om insiderhandel er derfor helt overordnet at skabe og bevare tilliden til markederne for handel med værdipapirer³.

Udover det generelle tillidshensyn bør der efter Finanstilsynets vurdering lægges vægt på følgende 4 principper ved udformningen af reglerne om insiderhandel⁴:

1. Reglerne bør udformes, så de kan håndhæves og effektivt begrænse mulighederne for insiderhandel⁵.

For at reglerne om insiderhandel kan opfylde sit formål og sikre tilliden til markedet for handel med værdipapirer, er det vigtigt at reglerne er udformet, så mulighederne for insiderhandel mindskes mest muligt. Reglernes præventive virkning er af afgørende betydning⁶.

En forudsætning for, at reglerne om insiderhandel kan have en præventiv virkning er, at reglerne er udformet, så der kan ske en effektiv håndhævelse heraf ved domstolene. Et væsentligt hensyn ved udformningen af reglerne må derfor være, at der ikke gennem opstilling af indsnævrende afgrænsningsregler skabes uforholdsmæssige vanskeligheder for bevisførelsen⁷.

2. Reglernes udformning bør ikke forhindre udøvelse af normal forretningsmæssig adfærd⁸.

Uanset at hensynet til reglernes præventive virkning må veje tungt, bør der også tages hensyn til, at der ikke ved udformningen af reglerne lægges hindringer i vejen for normal og almindelig forretningsmæssig adfærd⁹.

Reglerne bør derfor ikke udformes så strengt, at de reelt hindrer eller begrænser adfærd, som vurderes at være gavnlige for markederne eller for samfundsøkonomien som sådan.

³ Børsudvalgets betænkning nr. 1216 om insider-handel (herefter: Insiderbetænkningen), s. 33. Se også markedsmisbrugsdirektivets 2. indledende betragtning.

⁴ Jf. også Insiderbetænkningen, s. 34.

⁵ Insiderbetænkningen, s. 34.

⁶ Insiderbetænkningen, s. 34.

⁷ Insiderbetænkningen, s. 34.

⁸ Insiderbetænkningen, s. 34.

⁹ Insiderbetænkningen, s. 34.

3. Reglerne bør være klare og sikre deltagerne på værdipapirmarkedet en høj grad af retssikkerhed.

Af hensyn til retssikkerheden er det af stor betydning, at reglerne er udformet klart. Behovet for en klar lovgivning er særligt udtalt, når det gælder regler, der kan sanktioneres med op til 4 års fængsel, som det er tilfældet med reglerne om insiderhandel¹⁰.

Endvidere bør der lægges vægt på, at markedet for værdipapirhandel er præget af, at markedsdeltagerne ofte må tages hurtige beslutninger. Det er også af denne grund særlig vigtigt, at adfærdsreglerne for markedet er udformet så klart som muligt, så reglerne umiddelbart kan danne grundlag for markedsdeltagerens stillingtagen i en konkret situation.

4. Reglerne skal være udformet i overensstemmelse med Danmarks EU-retlige forpligtelser og bør i øvrigt så vidt muligt svare til lovgivningen i andre lande, som vi normalt sammenligner os med.

Sager om insiderhandel ved handel med værdipapirer indeholder ofte en eller flere internationale dimensioner. Det er for eksempel tilfældet, hvis sælger eller køber befinder sig udenfor Danmark, hvis værdipapiret handles via en udenlandsk værdipapirhandler, eller hvis værdipapiret er optaget til handel på en udenlandsk fondsbørs.

Der skal ved vurderingen af de gældende danske regler først og fremmest tages hensyn til de EU-retlige forpligtelser, dvs. reglerne i markedsmisbrugsdirektivet. Markedsmisbrugsdirektivet udstikker nogle rammer for, hvordan de danske regler om insiderhandel kan udformes.

Den stigende internationalisering af værdipapirhandelsmarkederne gør det desuden vigtigt, at de danske regler så vidt muligt svarer til reglerne i andre lande. Der bør særlig lægges vægt på, hvordan de tilsvarende regler i Norge og Sverige er udformet. Dette skyldes, at lovgivningen i Norge og Sverige traditionelt ligger tæt op af den danske lovgivning, og markederne for værdipapirhandel i disse lande er sammenlignelige med det danske marked.

3. Beskrivelse af den gældende retstilstand

I det følgende gives først et overblik over Finanstilsynets vurdering af den gældende retstilstand på området. Formålet med beskrivelsen af den gældende retstilstand er at skabe grundlag for notatets afsnit 4, hvor der foretages en vurdering af, om der er behov for at ændre på de gældende regler. Omtalen af Højesterets dom i Midtbank-sagen er derfor begrænset

¹⁰ Lov om værdipapirhandel m.v. § 94.

til at vedrøre de dele af dommen, som efter Finanstilsynets vurdering må antages at være mest relevant for fortolkningen af lovens forbud i fremtidige sager om insiderhandel.

3.1. De gældende regler og forarbejderne hertil

Forbuddet mod insiderhandel findes i lov om værdipapirhandel m.v. § 35, stk.1, og har følgende ordlyd:

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

Den nugældende¹¹ formulering af forbuddet mod insiderhandel blev indsat ved lov nr. 343 af 6. juni 1991¹², der gennemførte det såkaldte insiderdirektiv¹³ i dansk ret.

Forud for fremsættelsen af det lovforslag, som senere blev vedtaget som lov nr. 343 af 6. juni 1991, havde industriministeren nedsat et udvalg (Børsudvalget), der blandt andet skulle fremlægge forslag til, hvordan de danske insiderregler burde være.

Børsudvalgets betænkning blev først offentliggjort efter fremsættelsen af lovforslaget i Folketinget. Det i Folketinget fremsatte lovforslag var i alt væsentligt i overensstemmelse med det, som Børsudvalget foreslog i Insiderbetænkningen. Insiderbetænkningen indeholder en grundig beskrivelse af indholdet og baggrunden for de gældende regler. Insiderbetænkningen udgør derfor et væsentligt og klargørende bidrag ved fortolkningen af forbuddet mod insiderhandel i den gældende lov.

3.2. Højesterets dom i Midtbank-sagen

Midtbank-sagen vedrørte som nævnt et selskabs køb af egne aktier. Med sagen blev der sat fokus på det principielle spørgsmål om, hvilke betingelser der skal være opfyldt for, at der kan straffes for overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel.

¹¹ Forbuddet mod insiderhandel blev første gang indført i dansk lovgivning i forbindelse med vedtagelsen af lov nr. 316 af 4. juni 1986 om Københavns Fondsbørs.

¹² Lov nr. 343 af 6. juni 1991 om ændring af lov om Københavns Fondsbørs, lov om aktieselskaber og lov om forsikringsvirksomhed (Insiderhandel).

¹³ Rådets direktiv 89/592/EØF af 13. november 1989 om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insiderhandel., EF-Tidende 1989, L 334, s. 30.

De tiltalte i Midtbanksagen blev frifundet ved Højesterets dom af 22. december 2004, hvorved Vestre Landsrets dom af 22. april 2004 blev stadfæstet¹⁴.

Højesteret tiltræder i sin dom landsrettens og byrettens vurdering af, at Midtbank A/S var i besiddelse af intern viden på tidspunktet for det omstridte køb af egne aktier den 6. februar 2001. Højesteret henviser i denne del af dommen til de grunde, der var anført i landsrettens dom.

Højesteret vurderer herefter, om der med købet af egne aktier er sket en tilsidesættelse af forbuddet mod insiderhandel i lov om værdipapirhandel m.v. § 35, stk. 1. Højesteret når i lighed med landsrettens flertal til det resultat, at der ikke er sket en tilsidesættelse af reglerne. Højesteret begrundes resultatet således:

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

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

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

Den umiddelbare konsekvens af Højesterets afgørelse i Midtbank-sagen er, at der ved fremtidige sager om insiderhandel må foretages en vurde-

¹⁴ Uanset, at Højesteret når til samme resultat som Vestre Landsret, afviger Højesterets begrundelse for frifindelsen i flere henseender fra landsrettens.

ring af, om den givne disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd. Såfremt dispositionen har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd, må der yderligere foretages en konkret vurdering af, om der foreligger en uhæderlig anvendelse af intern viden.

Højesteret lægger i sin begrundelse for frifindelsen af de tiltalte vægt på en række konkrete forhold, jf. citatet fra dommen ovenfor. Finanstilsynet vurderer, at Højesterets afgørelse skal forstås således, at de fremhævede forhold er indgået i en konkret helhedsvurdering af, om de tiltalte handlede uhæderligt. Såfremt enkelte af de fremhævede forhold måtte komme til at foreligge i en fremtidig sag om insiderhandel, er det derfor ikke nødvendigvis givet, at der vil skulle ske frifindelse.

Der bør derudover efter Finanstilsynets vurdering især lægges vægt på to elementer i Højesterets begrundelse for frifindelsen af de tiltalte.

For det første fremgår det af Højesterets begrundelse, at den konkrete vurdering af, om der foreligger uhæderlig anvendelse af intern viden, skal foretages, ”*når en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd*”. Finanstilsynet vurderer, at Højesterets afgørelse på dette punkt formentlig skal forstås således, at det alene er i tilfælde, hvor en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd – i modsætning til en typisk insiderhandel, at der skal foretages den nævnte konkrete vurdering.

For det andet udtaler Højesteret, at der ”*skal foretages en konkret vurdering af, om der foreligger uhæderlig anvendelse af intern viden*”. Udtrykket ”en konkret vurdering af”, som anvendes i Højesterets begrundelse, indebærer ikke nogen stillingtagen til, hvem der har bevisbyrden for, om der er handlet hæderligt eller uhæderligt, eller til hvilke krav, der skal være opfyldt, før bevisbyrden kan anses at være løftet.

Uanset disse to elementer i Højesterets begrundelse står det klart, at konsekvensen af Højesterets afgørelse er, at de gældende regler om insiderhandel må fortolkes således, at der er tilfælde, hvor det er lovligt for virksomheder at handle med egne værdipapirer under besiddelse af intern viden.

3.3. Ændringer som følge af lov nr. 1460 af 22. december 2004

Lov om værdipapirhandel m.v. ændres på en række punkter ved lov nr. 1460 af 22. december 2004¹⁵. Ændringerne er en følge af gennemførelsen

¹⁵ Lov nr. 1460 af 22. december 2004 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet). Lovforslaget er optrykt i Folketingstidende 2004/05 (1. samling), Tillæg A, s. 334.

af markedsmisbrugsdirektivet i dansk lovgivning. De nye regler træder i kraft 1. april 2005.

Der er ikke ved ændringsloven foretaget ændringer i ordlyden af forbuddet mod insiderhandel i lovens § 35, stk. 1. Nogle af ændringerne har dog betydning for reglerne om insiderhandel. De omtales derfor kort i det følgende.

For det første medfører ændringsloven, at der i lovens § 34 sker en udbygning og præcisering af den eksisterende definition af begrebet intern viden. For fremtiden vil der skulle foretages en vurdering af, om en oplysning *mærkbart* kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapiret, og af om oplysningen er *specifik*. Endvidere er det præciseret, at intern viden kan bestå i en værdipapirhandlers viden om en ordre om køb eller salg af værdipapirer, når ordren endnu ikke er udført.

For det andet er der med ændringsloven beskrevet en række undtagelsessituationer, hvor forbuddet mod insiderhandel ikke finder anvendelse:

- Køb af værdipapirer, der er et nødvendigt led i gennemførelsen af et offentligt overtagelsestilbud (lovens § 35, stk. 2, nr. 1)
- Køb og salg af værdipapirer, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse, der er baseret på en aftale, som er indgået før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden (lovens § 35, stk. 2, nr. 2)
- Værdipapirhandlere og disse virksomheders ansattes loyale udførelse af kundeordrer (lovens § 35, stk. 3, 1. pkt.)
- Handel med egne aktier som led i tilbagekøbsprogrammer, såfremt handelen gennemføres i overensstemmelse med Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003¹⁶ ("Safe Harbour Forordningen") (lovens § 35, stk. 5)
- Handel med værdipapirer som led i stabiliseringen af kursen på et værdipapir, såfremt handelen gennemføres overensstemmelse med Kommissionens Forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 ("Safe Harbour Forordningen") (lovens § 35, stk. 5)

¹⁶ Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter, EU-Tidende 2003, nr. L 336, s. 33.

Derudover videreføres de eksisterende undtagelser for handel, der foretages som et normalt led i market-making (lovens § 35, stk. 3, 2. pkt.), og for visse transaktioner, der foretages som led i varetagelsen af en stats eller dennes centralbanks pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik (lovens § 35, stk. 4).

4. Internationale perspektiver

4.1. Markedsmisbrugsdirektivet

Markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1, pålægger medlemsstaterne at indføre et forbud mod insiderhandel:

“Artikel 2

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

Direktivets indledende betragtning 18 indeholder yderligere fortolkningsdata til forståelsen af direktivets artikel 2:

“(18) Brug af intern viden kan bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, hvis den berørte part ved eller burde have vidst, at der er tale om intern viden. I denne forbindelse bør de kompetente myndigheder tage stilling til, hvad en normal og fornuftig person ville vide eller burde have vist under de givne omstændigheder.

Desuden bør det forhold alene, at market-makers, instanser der er bemyndiget til at optræde som medkontrahenter, eller værdipapirhandlere, der har tilladelse til at handle for tredjemands regning, med intern viden i de første to tilfælde blot fortsætter deres lovlige forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter eller i det sidste tilfælde blot loyalt udfører en ordre, ikke i sig selv betragtes som brug af intern viden“

Med formuleringen “brug af intern viden *kan* bestå i at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter“ er der i betragtning 18 åbnet op for, at der ikke nødvendigvis i alle tilfælde, hvor en person handler samtidig med, at han *besidder* intern viden, automatisk foreligger en ulovlig *brug* af den interne viden i direktivets forstand.

Direktivet indeholder i tråd hermed en række eksempler på tilfælde, hvor et forhold ikke bør kvalificeres som insiderhandel, uanset at der handles på et tidspunkt, hvor den pågældende person har intern viden:

- I anden halvdel af betragtning 18 nævnes, at visse tilfælde af handel, der gennemføres under besiddelse af intern viden, af market-makers, centrale modparter og værdipapirhandlere, normalt ikke kan anses som brug af intern viden, jf. citatet ovenfor.
- I betragtning 29 er det nævnt, at brug af intern viden i forbindelse med et offentligt købstilbud ikke i sig selv bør betragtes som insiderhandel.
- I betragtning 30 er det nævnt, at uanset at viden om egen beslutning om et forestående køb eller salg af værdipapirer kan udgøre intern viden, bør gennemførelsen af den planlagte transaktion ikke i sig selv betragtes som anvendelse af intern viden.
- I artikel 2, stk. 3, er det bestemt, at insiderforbudet ikke skal finde anvendelse, hvis en transaktion gennemføres til opfyldelse af en forpligtelse, der er baseret på en aftale, der er indgået før personen fik intern viden.
- I artikel 8 (og betragtning 33) er det bestemt, at transaktioner, der gennemføres med henblik på stabilisering af kursen på værdipapirer, og handler med egne aktier som led i et tilbagekøbsprogram, ikke omfattes af insiderforbudet, såfremt transaktionerne gennemføres i overensstemmelse med betingelserne i Kommissionens Forordning nr. 2273/2003.

De fleste¹⁷ af disse eksempler er indarbejdet i lov om værdipapirhandel m.v. ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, jf. afsnit 3.3 ovenfor.

Kommissionen har efter direktivets vedtagelse tilkendegivet, at direktivets artikel 2 og den indledende betragtning 18 må forstås således, at handel med værdipapirer under besiddelse af intern viden i almindelighed i sig selv vil udgøre en ulovlig brug af den interne viden. Kommissionen har i den forbindelse understreget, at det ikke efter gennemførelsen af direktivet er muligt i national lovgivning at opretholde krav om, at der i sa-

¹⁷ At brug af viden om egne planer om en forestående handel ikke skal anses som insiderhandel, jf. markedsmisbrugsdirektivets indledende betragtning 30, vurderedes at være så selvfølgelig, at det ikke blev fundet nødvendigt at indskrive en udtrykkelig bestemmelse herom i lov om værdipapirhandel m.v. i forbindelse med gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet, jf. nærmere bemærkningerne til § 35, Folketingstidende 2004-2005 (1. samling), Tillæg A, s. 334. De øvrige eksempler i direktivet er indarbejdet i lov om værdipapirhandel m.v. ved lov nr. 1460 af 22. december 2004.

ger om insiderhandel skal føres bevis for en årsagsforbindelse mellem besiddelsen af den interne viden og handelen¹⁸.

Finanstilsynets vurdering er herefter, at direktivet på den ene side ikke er til hinder for, at medlemsstaterne opretholder national lovgivning, der giver mulighed for i *konkrete* situationer at statuere, at der ikke foreligger ulovlig brug af intern viden. Dette gælder både i de situationer, der udtrykkeligt er nævnt i direktivet (herunder de indledende betragtninger), samt i andre situationer, hvor der ikke er tale om brug af intern viden.

Omvendt vil et *generelt* krav om bevis for en årsagsforbindelse mellem besiddelse af intern viden og beslutningen om handel med værdipapirer efter Finanstilsynets vurdering være i strid med direktivet.

4.2. Lovgivningen i andre nordiske lande

Ligesom i Danmark er der i de øvrige nordiske lande for tiden en proces i gang, der sigter mod at tilpasse den nationale lovgivning til kravene i markedsmisbrugsdirektivet. Ved beskrivelsen af lovgivningen i de øvrige nordiske lande er der taget udgangspunkt i de forslag til ændringer af lovgivningen, der på nuværende tidspunkt er offentliggjort.

4.2.1. Norge

Gennemgangen af de norske regler er baseret på forslaget om ændring af verdipapirhandelloven til gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet¹⁹. Forslaget er vedtaget i Lagtinget den 17. december 2004.

Forbuddet mod insiderhandel findes i forslaget til lov om verdipapirhandel § 2, stk. 3:

“ § 2-3. Misbruk av innsideinformasjon

Tegning, kjøp, salg eller bytte av finansielle instrumenter eller tilskyndelse til slike disposisjoner, må ikke direkte eller indirekte foretas for egen eller fremmed regning av noen som har innsideinformasjon.

Første ledd gjelder bare ved misbruk av innsideinformasjon nevnt i § 2-2. Første ledd er ikke til hinder for normal utøvelse av tidligere inngått opsjon- eller terminkontrakt ved kontraktens utløp.“

¹⁸ Jf. også omtalen af det manglende krav om årsagsforbindelse i forarbejderne til den norske gennemførelseslov, Ot.prp. (2004-2005) nr. 12, Om lov om ændringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet mv.) s. 29.

¹⁹ Ot.prp. (2004-2005) nr. 12.

Andet led af den norske bestemmelse betegnes i lovens forarbejder som en “misbrugsreservasjon”²⁰, dvs. en mulighed for i konkrete tilfælde at undtage en handel fra insiderforbudet, hvis handlen ikke udgør misbrug. I de norske forarbejder²¹ er der nævnt en række eksempler på tilfælde, hvor misbrugsreservationen kan finde anvendelse. Misbrugsreservationen omfatter f.eks. transaktioner, hvor begge parter har den samme interne viden (konkret informationsparitet). Derudover nævnes i forarbejderne den situation, hvor et værdipapir sælges under omstændigheder, hvor den interne viden er egnet til at påvirke kursen i positiv retning, eller købes, hvor den interne viden er egnet til at påvirke kursen i negativ retning. Misbrugsreservationen betyder omvendt ikke, at der i norsk ret stilles krav om bevis for en årsagsforbindelse mellem besiddelsen af den interne viden og handelen²².

Udover den generelle misbrugsreservation indeholder den norske værdipapirhandelslov enkelte konkrete undtagelser fra insiderhandelsforbudet. Dette gælder for så vidt angår normal udøvelse af tidligere indgået options- eller terminskontrakt²³, tilbagekøbsprogrammer og kursstabilisering i overensstemmelse med Kommissionens forordning 2273/2003²⁴ samt transaktioner udført af stater eller centralbanker²⁵.

4.2.2. Sverige

Beskrivelsen af de svenske regler er baseret på gennemgangen i marknadsmisbrugsutredningens betænkning²⁶ samt det svenske Finansministeriums lovforslag af 17. februar 2005 til gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivet i Sverige²⁷.

Forbuddet mod insiderhandel foreslås i det svenske lovforslag indsat i §§ 2-6 i en ny lov om straf for markedsmisbrug²⁸:

“ Insiderbrotten

²⁰ Jf. Ot.prp. (2004-2005) nr. 12, s. 16 og 31.

²¹ Se betænkningen NOU 1996: 2, s. 49.

²² Ot.prp. (2004-2005) nr. 12, s. 29.

²³ Lovens § 2-3, tredje led.

²⁴ Lovens § 2-12.

²⁵ Lovens § 2-13.

²⁶ Marknadsmisbruk, Betänkande av Marknadsmisbrugsutredningen, SOU 2004:69.

²⁷ Finansdepartementets lagrådsremis – Marknadsmisbruk, Stockholm den 17. februar 2005.

²⁸ Se s. 6ff i Finansdepartementets lagrådsremis, hvor forslaget til den nye lov er optrykt.

2 § Den som får insiderinformation och som för egen eller någon annans räkning, genom handel på värdepappersmarknaden, förvärvar eller avyttrar sådana finansiella instrument som informationen rör döms för insiderbrott till fängelse i högst två år. Detsamma skall gälla den som med råd eller på annat sådant sätt föranleder någon annan att förvärva eller avyttra finansiella instrument genom handel på värdepappersmarknaden.

Är brott som avses i första stycket ringa, döms för insiderförseelse till böter eller fängelse i högst sex månader. Är brottet med hänsyn till affärens omfattning och övriga omständigheter grovt, döms för grovt insiderbrott till fängelse i lägst sex månader och högst fyra år.

Första och andra styckena tillämpas också på den som har insiderinformation som består i vetskap om egen brottslig verksamhet.

3 § Den som av oaktsamhet begår en gärning som avses i 2 § döms för vårdslöst insiderförfarande till böter eller fängelse i högst ett år. Om gärningen är ringa döms inte till ansvar.

4 § För försök till insiderbrott och grovt insiderbrott döms till ansvar enligt 23 kap. brottsbalken.

5 § Trots bestämmelserna i 2–4 §§ får

- 1. befattningshavare hos företag som driver värdepappersrörelse med stöd av 1 kap. 3, 3 c eller 3 d § lagen (1991:981) om värdepappersrörelse fullgöra uppdrag som lämnats företaget att förvärva eller avyttra finansiella instrument samt, utan användande av insiderinformation, fullgöra verksamhet som följer av avtal om att upprätthålla en marknad i ett eller flera finansiella instrument eller att fullgöra uppdrag om rådgivning eller förvaltning,*
- 2. finansiellt instrument förvärvas när insiderinformationen är ägnad att sänka priset på instrumentet och avyttras när informationen är ägnad att höja priset på instrumentet,*
- 3. uppgifter fullgörs som någon har på grund av vad som föreskrivits i lag eller annan författning,*
- 4. aktier i ett aktiebolag eller ett europabolag förvärvas för en fysisk eller juridisk persons räkning, om insiderinformationen endast utgörs av information om en åtgärd som syftar till och är ägnad att leda till ett offentligt erbjudande av den personen till en vidare krets om förvärv av aktier i bolaget,*
- 5. den som innehar en option som har ett ekonomiskt värde vid löptidens slut avyttra optionen eller utnyttja den enligt dess villkor,*
- 6. den som utfärdar en option i samband med lösen avyttra eller förvärva den underliggande tillgång som optionen avser,*
- 7. ingångna terminskontrakt fullgörs på slutdagen,*
- 8. den som innehar en tilldelad emissionsrätt eller inlösenrätt som har ett ekonomiskt värde avyttra rätten eller utnyttja den enligt dess villkor,*

9. andra finansiella instrument än aktier förvärvas eller avyttras om förvärvet eller avyttringen sker utan att insiderinformation används, Det som föreskrivs om aktie i första stycket 4 och 9 skall också tillämpas på aktierelaterade finansiella instrument såsom teckningsrätt, interimbevis, optionsbevis, konvertibelt skuldebrev, skuldebrev förenat med optionsrätt till nyteckning, vinstandelsbevis, aktieoption och aktietermin.

6 § Bestämmelserna i 2–5 §§ skall även tillämpas på förfaranden enligt dessa bestämmelser som inte utgör eller föranleder handel på värdepappersmarknaden, om förfarandena avser finansiella instrument
1. som är godkända för handel på en reglerad marknad i en medlemsstat inom Europeiska ekonomiska samarbetsområdet,
2. för vilka en ansökan om godkännande enligt 1 har lämnats in, eller
3. vilkas värde är beroende av ett finansiellt instrument enligt 1 eller 2.“

Selve forbuddet mod insiderhandel er beskrevet i § 2. Bestemmelsen indebærer et forbud mod at handle med værdipapirer under besiddelse af intern viden, uanset at handelen ikke er begrundet i besiddelsen af den interne viden. Den svenske lov vil således ikke indeholde et krav om årsagssammenhæng mellem besiddelsen af den interne viden og den konkrete handel, eller om at den interne viden skal være udnyttet²⁹.

Den objektive udformning af forbuddet mod insiderhandel i det svenske lovforslag modsvares af undtagelsesbestemmelsen i lovforslagets § 5. Forslaget til § 5 indeholder en række objektive undtagelser fra handelsforbuddet. Undtagelserne vedrører situationer, hvor der typisk ikke vil være tale om udnyttelse af intern viden³⁰.

5. Vurdering af den gældende retstilstand

I det følgende afsnit vil der blive foretaget en vurdering af, om de gældende danske regler kan anses at leve op til de mål og principper for reglerne om insiderhandel, som blev identificeret i afsnit 2 ovenfor.

5.1. Reglernes effektivitet og præventive virkning

Ved vurderingen af, om de gældende regler er tilstrækkeligt effektive og præventive, må der efter Finanstilsynets vurdering lægges vægt på tre forhold.

For det første har det betydning at vurdere omfanget af det straffri område, hvor der efter reglerne kan handles under besiddelse af intern viden.

²⁹ SOU 2004:69, s. 78 samt Finansdepartementets lagrådsremiss, s. 58.

³⁰ Finansdepartementets lagrådsremiss, s. 59.

Som nævnt tidligere er det Finanstilsynets vurdering, at Højesterets dom i Midtbank-sagen formentlig må forstås således, at det alene er i situationer, hvor en disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd, at det er nødvendigt at foretage en konkret vurdering af, om der foreligger uhæderlig anvendelse af intern viden.

Finanstilsynet vurderer på den baggrund, at det straffrie område, hvor der efter loven kan handles under besiddelse af intern viden, også efter Højesterets dom i Midtbank-sagen vil have et forholdsvist snævert omfang. Den altovervejende hovedregel vil fortsat være, at det ikke er tilladt at handle med værdipapirer under besiddelse af intern viden³¹.

Det straffrie område, hvor der efter loven kan handles under besiddelse af intern viden, er således begrænset til en bestemt afgrænset gruppe af dispositioner (=“almindelig forretningsmæssig adfærd“). For denne gruppe af dispositioner må der i den enkelte sag foretages en konkret vurdering (“foreligger der uhæderlig anvendelse af intern viden“).

For det andet tillægger Finanstilsynet det betydning, at der ikke med Højesterets dom i Midtbank-sagen er opstillet indsnævrende bevisregler, der vil kunne skabe u hensigtsmæssigt store bevisvanskeligheder i sager om insiderhandel og dermed svække håndhævelsen af reglerne. Højesterets dom medfører derimod, at der må foretages en konkret vurdering af, om der er handlet uhæderligt.

For det tredje lægger Finanstilsynet vægt på, at overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel efter loven kan medføre straf på op til 4 års fængsel, og at Højesteret i en tidligere sag³² har tilkendegivet, at ubetinget fængselsstraf i almindelighed er påkrævet i tilfælde af insiderhandel for at modvirke denne form for kriminalitet. De indgribende sanktioner, der i almindelighed vil være resultatet i tilfælde af insiderhandel, vil i sig selv have en afskrækkende virkning.

Samlet set er det Finanstilsynets umiddelbare vurdering, at reglerne om insiderhandel fortsat er tilstrækkelige og egnede til at sikre tilliden til værdipapirmarkedet.

³¹ Jf. også Insiderbetænkningen, s. 40, hvoraf det fremgår, at “*Træffer et selskabs ledelse (bestyrelses-/direktionsmedlemmer) eller ledende medarbejdere på et tidspunkt, hvor de besidder intern viden, beslutning om køb/salg af værdipapirer, er handlen som udgangspunkt omfattet af forbudet mod insider-handel, og selskabet er derfor afskåret fra at handle.*”

³² Se Højesterets dom af 16. september 1997 i sag I 309/1997. Dommen er gengivet i Ugeskrift for Retsvæsen, årgang 1997, s. 1504 ff.

5.2. Reglerne bør ikke forhindre normal forretningsmæssig adfærd

Konsekvensen af Højesterets dom i Midtbank-sagen er, at der i fremtidige sager om insiderhandel må lægges vægt på, om den givne disposition har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd - eller er en typisk insider-handel. Hensynet til, at reglerne ikke bør forhindre normal forretningsmæssig adfærd vil derfor efter Højesterets dom skulle tillægges betydning ved fortolkningen af forbuddet mod insiderhandel.

Derudover er der ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 i lov om værdipapirhandel m.v. indført en række specifikke undtagelser til forbuddet mod insiderhandel. Disse undtagelser bygger på princippet om, at reglerne om insiderhandel ikke bør udformes så strengt, at de reelt forhindrer dispositioner, der har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd.

Dette gælder først og fremmest undtagelsen i lovens § 35, stk. 5, hvorefter virksomheder ved at følge reglerne i Kommissionens forordning 2273/2003 har mulighed for at bringe sig udenfor forbuddet mod insiderhandel i forbindelse med tilbagekøb af egne aktier.

Derudover er der ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 i lov om værdipapirhandel m.v. § 35, stk. 2, nr. 1, indsat en undtagelse for køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et offentligt købstilbud, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en forudgående undersøgelse af selskabet ("due diligence").

Endelig er det i lovens § 35, stk. 2, nr. 2, præciseret, at forbuddet mod insiderhandel ikke gælder, såfremt handel med værdipapirer gennemføres for at opfylde en tidligere indgået forpligtelse.

Det er derfor Finanstilsynets vurdering, at reglerne om insiderhandel ikke er til hinder for normal og almindelig forretningsmæssig adfærd.

5.3. Reglernes klarhed

De indgribende sanktioner, der er forbundet med overtrædelse af reglerne om insiderhandel, skaber et væsentligt behov for, at reglerne er klare og letforståelige. Det kan efter Finanstilsynets opfattelse diskuteres, hvorvidt begreberne "almindelig forretningsmæssig adfærd" og "uhæderlig anvendelse af intern viden" er tilstrækkelig præcise til at være egnede til at danne grundlag for fortolkningen af en regel, der kan medføre straf på op til 4 års fængsel. Den konkrete vurdering, som der på baggrund af Højesterets dom må foretages i sager om insiderhandel, vil kunne skabe en vis usikkerhed om grænsen mellem det strafbare og straffrie område efter reglerne.

Finanstilsynet vurderer dog samtidigt, at den praktiske betydning af denne usikkerhed formentligt vil være begrænset. Den hidtidige usikkerhed om forståelsen af reglerne har først og fremmest vedrørt selskabernes køb af egne aktier. Det er især på dette område, at der kan opstå problemer, idet der ofte vil være risiko for, at virksomhederne er i besiddelse af intern viden om egne forhold, når køb af egne aktier foretages.

Der bør efter Finanstilsynets opfattelse her lægges vægt på, at der med de ændringer, der er gennemført ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, er indført en mulighed for virksomhederne for at bringe sig udenfor forbuddet mod insiderhandel ved tilbagekøb af egne aktier. Dette kan ske ved at følge modellen i Kommissionens forordning nr. 2273/2003. For så vidt angår virksomhedernes tilbagekøb af egne aktier vil en eventuel usikkerhed om reglernes forståelse derfor være af forholdsvis begrænset praktisk betydning.

Finanstilsynet lægger som nævnt endvidere til grund, at det straffrie område, hvor der efter loven kan handles under besiddelse af intern viden, også efter Højesterets dom i Midtbank-sagen formentligt vil have et forholdsvist snævert omfang. I praksis vil det alene være i ret få situationer, at der opstår behov for at foretage en konkret vurdering af, om der er handlet uhæderligt eller ej.

Et alternativ til de gældende danske regler vil være at udforme forbuddet mod insiderhandel mere objektivt, således at enhver handel med værdipapirer under besiddelse af intern viden som udgangspunkt er omfattet af forbuddet samtidigt med, at der i loven opregnes en række specifikke og udtømmende undtagelser til forbuddet. En sådan udformning af loven vil muligvis kunne give en noget klarere retsstilling.

Svagheden ved en mere objektiv model vil dog være, at der ikke levnes domstole og myndigheder den samme fleksibilitet til i konkrete sager at komme frem til, at et forhold ikke er omfattet af forbuddet, såfremt forholdet ikke kan henføres under de specifikke undtagelser, der er nævnt i loven. En udtømmende liste af undtagelser til et objektivt udformet forbud vil kunne fastlåse retsstillingen på et i øvrigt dynamisk marked og føre til uhensigtsmæssige resultater i konkrete sager.

De danske regler indeholder efter vedtagelsen af lov nr. 1460 af 22. december 2004 en række specifikke undtagelser til forbuddet mod insiderhandel. Samtidigt vil det i overensstemmelse med Højesterets dom i Midtbank-sagen være muligt i konkrete tilfælde at statuere, at et forhold falder udenfor forbuddet mod insiderhandel, uanset at forholdet ikke kan henføres under de specifikke undtagelser i loven.

Finanstilsynet vurderer, at de danske regler på hensigtsmæssig måde varertager hensynet til en klar retstilstand samtidigt med, at reglerne giver myndigheder og domstoles mulighed for en vis fleksibilitet ved anvendelsen af reglerne i konkrete sager.

Uanset, at der kan være nogen uklarhed om rækkevidden af begreberne "almindelig forretningsmæssig adfærd" og "uhæderlig anvendelse af intern viden", er det derfor Finanstilsynets vurdering, at reglerne om insiderhandel er tilstrækkeligt klare og sikrer markedsdeltagerne den fornødne retssikkerhed.

5.4. Reglernes overensstemmelse med internationale forpligtelser og lovgivningen i andre lande

Markedsmisbrugsdirektivet vurderes som nævnt tidligere at være til hinder for, at der i medlemsstaternes lovgivning stilles krav om, at der i sager om insiderhandel skal føres bevis for en årsagsforbindelse mellem den interne viden og den konkrete handel. Finanstilsynet vurderer imidlertid, at et sådant generelt krav om bevis for årsagsforbindelse ikke kan opstilles på baggrund af Højesterets dom i Midtbank-sagen.

Ved vurderingen af forholdet mellem de danske regler og markedsmisbrugsdirektivet lægger Finanstilsynet endvidere vægt på, at behovet for en konkret vurdering af, om der er handlet uhæderligt, efter de danske regler er begrænset til at gælde dispositioner, der har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd. Finanstilsynet lægger til grund, at markedsmisbrugsdirektivet ikke forhindrer opretholdelsen i national lovgivning af en sådan begrænset mulighed for i konkrete situationer at statuere, at der ikke foreligger uhæderlig anvendelse af intern viden.

Forbuddet mod insiderhandel i dansk lovgivning har en delvis anden udformning, end det er tilfældet i norsk og svensk lovgivning. Det norske forbud indeholder en generel misbrugsreservation, mens det svenske forbud er udformet mere objektivt men med en række specifikke undtagelser til forbuddet³³.

Det danske forbud udgør i forhold hertil en art "mellemløst", der kombinerer elementer i den svenske og den norske model. Lov om værdipapirhandel m.v. indeholder efter vedtagelsen af lov nr. 1460 af 22. december 2004 en række specifikke undtagelser til forbuddet ("den svenske model") samtidigt med, at der efter Højesterets dom i sager om insiderhandel, der angår dispositioner, der har karakter af almindelig forretningsmæssig adfærd – i modsætning til typiske insider-handler, skal fore-

³³ Jf. SOU 2004:69, s. 78, om de to "modeller" for hvordan et insiderforbud lovgivningsmæssigt kan udformes.

tages en konkret vurdering af, om der er sket en uhæderlig anvendelse af intern viden ("den norske model").

6. Konklusion

Samlet set vurderer Finanstilsynet, at der ikke umiddelbart er behov for at ændre de gældende danske regler om insiderhandel.

Finanstilsynet vurderer, at de danske regler på hensigtsmæssig måde varetager hensynet til en klar retstilstand samtidigt med, at reglerne giver myndigheder og domstoles mulighed for en vis fleksibilitet ved anvendelsen af reglerne i konkrete sager.

Den tvivl, der i lyset af Højesterets dom i Midtbank-sagen kan være om rækkevidden af forbuddet mod insiderhandel, vurderes at være af forholdsvis begrænset praktisk betydning, når der tages hensyn til, at de nye regler, der er gennemført ved lov nr. 1460 af 22. december 2004, særligt de nye regler om virksomhedernes tilbagekøb af egne aktier, bidrager til en større klarhed.