

Aalborg Universitet
Kandidatspeciale, Cand.merc.aud.

Markedsmisbrugsforordningens effekt på insiderhandel



Afleveringsdato: 03. juni 2019

**Udarbejdet af:
Ajaandiya Selvanayacam**

**Vejleder:
Jørgen Nielsen**

Titelblad

Kandidatspeciale

Aalborg Universitet juni 2019

Forfattere:

Ajaandiya Selvanayacam

Vejleder:

Jørgen Nielsen

Semester:

Cand.merc.aud. 10. semester Specialisering i Kapital Markedet

Antal sider:

71

Antal anslag:

136.340



Ajaandiya Selvanayacam

Abstract

The purpose of this thesis is to demonstrate the effectiveness of the Market Abuse Regulation on insider trading. At the beginning of the thesis, the background for the regulation of market abuse, including insider trading, will be seen. The explanation for this is to ensure the functioning of the capital market. The purpose of the ban on insider trading is to prevent an insider from deceiving his counterpart by not telling relevant information in relation to the terms of the agreement. It is prohibited for an insider to take advantage of internal information to the detriment of a counterparty. A legal intervention must not only protect the counterparty, insider trading also has a detrimental effect on investors' general confidence that the market is fair.

Fama Eugene explains that a market is efficient when the market prices reflect all available information. In this connection, Fama put forward three hypotheses, in which he had to acknowledge that the hypothesis of the efficient capital market did not stick to all levels of information. This is because some people will have monopoly information in the form of internal knowledge that the course will not reflect. This means that the market cannot reflect on internal knowledge and this results in market failures.

The ban on insider trading helps prevent insiders from abusing inside information to obtain an unfair advantage to the detriment of third parties. There has been no material change in the ban on insider trading, however, the scope has been extended. Now, the ban on insider trading also includes renunciation of trading in financial instruments.

Based on the analyzes of the verdicts, it can be concluded that violation of insider trading can only occur if the internal knowledge is abused or exploited, it is not enough in itself to possess internal knowledge.

There has been a marked development in the number of insider trading cases established following the entry into force of the Market Abuse Regulation, although the ban on insider trading has broadened its scope. However, this may indicate that MAR does not reduce the number of insider cases.

Indholdsfortegnelse

ABSTRACT	0
KAPITEL 1: INTRODUKTION	4
1.1 INDLEDNING.....	4
1.2 PROBLEMFORMLERING.....	6
1.3 AFGRÆNSNING.....	6
1.4 METODE OG RETSKILDER.....	7
KAPITEL 2: DET EFFICIENTE KAPITALMARKED	11
2.1 KAPITALMARKEDET	11
2.2 HYPOTESEN OM DE EFFICIENTE MARKEDER	13
2.3 BAGGRUNDEN FOR REGULERING AF INSIDERHANDEL.....	16
KAPITEL 3: EU- RETTEN	18
3.1 REGULERING AF MARKEDSMISBRUG IGENNEM ET DIREKTIV	18
3.2 FRA MARKEDSMISBRUGSDIREKTIV TIL MARKEDSMISBRUGSFORORDNING.....	19
3.3 DANSK LOVGIVNING OG RETSPRAKSIS OM MARKEDSMISBRUG	21
KAPITEL 4: INTERN VIDEN.....	22
4.1 HVAD ER INTERN VIDEN?	22
4.1.1 SPECIFIK VIDEN	22
4.1.2 IKKE- OFFENTLIGGJORT VIDEN	23
4.1.3 UDSTEDER ELLER FINANSIELT INSTRUMENT	24
4.1.4 MÆRKBAR BETYDNING FOR KURSDANNELSE	24
KAPITEL 5: OPLYSNINGSPLIGT	26
5.1 HOVEDREGLEREN	26
5.2 REALITETSGRUNDSÆTNING	26
5.3 UDSÆTTELSE AF OFFENTLIGGØRELSE	27
KAPITEL 6: INSIDERHANDEL.....	28
6.1 HVAD ER INSIDERHANDEL?	28
6.2 REGULERING AF INSIDERHANDEL GENNEM DIREKTIVET	28
6.3 REGULERING AF INSIDERHANDEL GENNEM EN FORORDNING	30
6.3.1 <i>Personkredsen – insidere</i>	32
6.3.1.1 <i>Forbud mod insiderhandel og uretmæssige videregivelse af intern viden</i>	33
6.3.1.2 <i>Tilegnelse til insiderhandel</i>	34
6.3.1.3 <i>Fuldbyrdelse af insiderhandel</i>	35
6.3.1.4 <i>Lovlig adfærd og undtagelser til insiderhandel forbuddet</i>	35
KAPITEL 7: AFGØRELSE.....	44
7.1 MIDTBANK-SAGEN (U.2005.984H).....	44
7.2 GEORGAKIS-DOMMEN (C-391/04)	49
7.3 SPECTOR PHOTO GROUP NV -DOMMEN (C-45/08)	51
7.4 AFGØRELSESNES BETYDNING FOR UDFORMNINGEN AF MAR.....	55
KAPITEL 8: EFFEKTIVITETEN AF MARKEDSMISBRUGSFORORDNINGEN I DANMARK	59
KAPITEL 9: KONKLUSION	63
KAPITEL 10: LITTERATURLISTE	66
KAPITEL 11: BILAG.....	FEJL! BOGMÆRKE ER IKKE DEFINERET.

Forkortelser

Domstolen	EU-Domstolen
EU	Det Europæiske Union
TEUF	Traktaten om Den Europæiske Unions Funktionsmåde
EMH	Efficient Markeds Hypotese
ESMA	European Securities and Market Authorities
MAR	Markedsmisbrugsforordning
MAD	Markedsmisbrugsdirektiv
VPHL	Værdipapirhandelsloven
KML	Kapitalmarkedsloven

Kapitel 1: introduktion

1.1 Indledning

Interessen for at investere i værdipapirer og andre finansielle instrumenter er steget markant i både Danmark og på tværs af landegrænserne. Det er af samme årsag, at offentligheden har en voksende interesse i, at handler på kapitalmarkedet sker retfærdigt og åbent for, at sikre markedens funktion og integritet.¹ Derfor er der igennem tiderne kommet en del regelsæt til for at forhindre forekomsten af markedsmisbrug herunder fokus på intern viden og insiderhandel.

Det er aktiekursen som skaber forventningerne til et børsnoteret selskab, hvilket afspejler selskabets grundlæggende forhold. Hverken markedsdeltagere eller investorer på et marked har samme adgang til informationerne omkring et selskab eller et finansielt produkt. En sælger vil have informationsfordel. Hvis sælgeren er i besiddelse af informationer omkring forhold, der kan påvirke aktiekursen, som endnu ikke er tilgængelig for markedet, betegnes dette for intern viden.² Hvis sælgeren benytter sig af denne interne viden til at opnå en fortjeneste eller afværge et tab, anses dette for insiderhandel, hvilket er strafbart. Det samme kan gøre sig gældende, når køberen besidder en informationsfordel, som sælgeren ikke er kommet i besiddelse af. Grundlæggende så betyder det, at eksistens af informationsasymmetri, gør det muligt at en insiderhandel kan finde sted, dvs. den ene part i en transaktion har mere information end den anden part. Dette betyder at én investor har bedre muligheder for at vurdere kursen på et værdipapir end de resterende investorer.³ Informationsfordelen gør at insideren

¹ Betænkning nr. 1521/2010, side 13

² Lau Hansen, 2001, side 358

³ Lau Hansen, 2001, side 358

ikke er underlagt de samme risici, som de øvrige deltager på markedet, hvilket er med til at skade markedets integritet og investorenes tillid. For at der kan eksistere et velfungerende kapitalmarked, så er det vigtigt, at alle aktører på markedet har lige adgang til informationerne.

Der er sket en stor udvikling på det finansielle marked de seneste år i takt med teknologiens udvikling. Der har været et betydeligt fokus og en politisk bevågenhed omkring kriminalitet begået i forbindelse med børshandlinger.⁴ Der har derfor været en omfattende regulering på kapitalmarkedets område. Siden vedtagelsen af straffeloven i 1930, har der været regler i Danmark, der kriminaliserer dele af det, som vi i dag kalder for markedsmisbrug.⁵ De regler eksisterer stadigvæk i dag dog som et supplement til markedsmisbrugsforordning (herefter MAR), som trådte i kraft 3. juli 2016. MAR er en erstatning for markedsmisbrugsdirektivet og værdipapirhandelsloven.

Forordningen om markedsmisbrug er et tiltag til at neutralisere informationsasymmetrien på markedet igennem regulering af intern viden.⁶ Insiderforbuddet skal forbyde, at informationsfordelen bliver udnyttet. Dog er asymmetrien kun relevant i forhold til insiderforbuddet såfremt informationen er væsentlig og monopolistisk.⁷ Forordningen skal sikre markedets effektivitet og integritet.

Forordningen har resulteret i at, alle medlemslande vil arbejde på grundlag af samme tekst fremover, og der er kun overladt et begrænset omfang af fortolkning på et lokalt niveau.⁸ Selvom markedsmisbrug er blevet reguleret fra et nationalt niveau til et EU-niveau, så har der været en stigning, hvor der i år 2018 har været det højeste antal oprettede sager om markedsmisbrug hos Finanstilsynet siden 2015. Siden markedsmisbrugsforordningen trådte i kraft i 2016, har der været en stigning på 54 % i antallet af oprettede sager om insiderhandel.

Det er derfor interessant at undersøge om den nye regulering af markedsmisbruget har formået at lukke smuthullerne.

⁴ Fogtdal, 2017b

⁵ Betænkning nr. 1521/2010, side 13

⁶ Lau Hansen, 2001, side 359

⁷ Lau Hansen, 2001, side 359

⁸ Fogtdal, 2017b

1.2 Problemformulering

Med afsæt i indledningens debat og problematik efter ikrafttrædelse af Markedsmisbrugforordning, sættes rammen af handlingens problemstilling:

Hvordan har markedsmisbrugsforordningen haft en indflydelse på insiderhandel?

For at besvare opgaveformuleringen, vil jeg besvare nedenstående delspørgsmål:

- Hvad er baggrunden for reguleringen af insiderhandel samt hvad forstås ved insiderhandel?
- Hvad er intern viden?
- Hvordan behandles insiderhandel i Markedsmisbrugforordningen?
- Hvordan har tidligere afgørelser påvirket udformning af forordningen?
- Hvilken betydning har forordningen haft på antallet af insiderhandel sager i Danmark i dag?

1.3 Afgrænsning

Afhandlingen bærer primært præg af europæiske retskilder, dog benyttes amerikansk teori til at beskrive det efficiente kapitalmarked, da det er den mest anvendte definition af det efficient kapitalmarked. Der tages også forbehold for Fama Eugenes teoris hypoteser, da den er anvendt og testet på amerikansk empiri.

Markedsmisbrugsforordningen har udvidet sit anvendelsesområde til at omfatte emissionskvoter, investeringsanalyser og auktionsprodukter, hvilket afhandlingen ikke behandler på baggrund af manglende relevans.

I markedsmisbrugsforordningen er begrebet intern viden centralt. Det udgør en stor rolle ved behandlingen af forbuddet mod insiderhandel og forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden. Derfor foretages en nærmere redegørelse af intern viden.

Afhandlingen tager kun afsæt i afgørelser, som er blevet truffet i EU herunder Danmark. Afgørelserne er blevet truffet på baggrund af markedsmisbrugsdirektivet, da der ikke er afgørelser baseret på markedsmisbrugsforordningen endnu.

Afhandlingen behandler ikke straffeudmålingen for overtrædelse af insiderhandel, da det strafferetlige aspekt ikke er relevant for afhandlingen.

1.4 Metode og retskilder

Afhandlingen anvender en tilgang, hvor den retsøkonomiske og den juridiske metode kombineres.

Retsøkonomien er ikke en retskilde, men blot et udtryk for økonomividenskabens anvendelse i en juridisksammenhæng.⁹ Begrebet retsøkonomi er en samlet betegnelse for teorier, hvorefter økonomiske teorier anvendes til belysning og vurdering af retsregler.¹⁰ Ud fra økonomiske teorier, så kan der ses på, behov for indretning af reglerne.¹¹ Indledningsvist vil afhandlingen tage udgangspunkt i en redegørelse af det efficiente kapitalmarked. Her anvendes teorien om det efficiente kapitalmarked som et hjælpeberedskab til bedre faktisk belysning i forhold til, hvorfor der er et behov for regulering af insiderhandel.

Den amerikanske økonom, Eugene Fama's hypotese om det efficiente kapitalmarked vil tages i brug ved beskrivelse af de økonomiske rationaler for regulering af markedsmisbrug herunder insiderhandel. Tankegangen bag hypotesen er, at en aktie reflekterer alle de informationer og historiske viden, der findes om en aktie, og samtidig justeres kursen med det samme, når der kommer ny information, som relaterer sig til aktien. Derfor vil den nuværende aktiekurs til enhver tid afspejle den tilgængelige information. Hvis en investor skal træffe en investeringsbeslutning, så kræver det, at investoren har adgang til alle oplysninger.¹² Som tankegangen bag hypotesen antyder, så er det væsentligt, at investorer og offentligheden har adgang til alle oplysninger for at sikre det efficiente kapitalmarked. Der er hermed ikke behov for regulering af markedsmisbrug herunder insiderhandel, hvis markedet selv kan regulere ressourcerne optimalt.¹³ Men hvis markedet ikke selv kan sikre, at ressourcerne allokeres optimalt, så er det fordi at der er opstået fejl på markedet, derfor er der brug regulering på dette område. Hypotesen om det efficiente kapitalmarked danner grundlæggende for resten af afhandlingen herunder analysen af markedsmisbrugsforordningen.

⁹ Hansen og Werlauff, 2016, side 173

¹⁰ Munk-Hansen, 2018, side 145

¹¹ Munk-Hansen, 2018, side 145

¹² Lau Hansen, 2001, side 359

¹³ Lau Hansen, 2001, side 262

Afhandlingen tager også udgangspunkt i den retsdogmatiske metode, hvor fremgangsmåden er at beskrive, fortolke og analysere den gældende retstilstand vedrørende markedsmisbrug herunder insiderhandel. Dette vil ske gennem behandling af retskilder, som har relevans for området.¹⁴ Retsdogmatikken er forbundet med rettens praktiske anvendelse, dette betyder at teoretikeren og praktikereren har samme metodiske udgangspunkt.¹⁵

Det bør bemærkes, at afhandlingen vil tage udgangspunkt i de unionsretslige retskilder, dog er det begrænset til retskilder, som har relevans for markedsmisbrug herunder insiderhandel. Der vil ikke foretages en nærmere redegørelse af Unionens overordnede traktatgrundlag, med dette menes Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsmåde (TEUF), men den vil dog blive berørt i et kort omfang.

Den almindelige lovgivningsprocedure i EU-retten består i en forordning, et direktiv eller en afgørelse, som vedtages af Europa-Parlamentet og Rådet i fælleskab på forslag af Kommissionen jf. TEUF art. 289. Forordninger er rettet direkte til borgerne, de skal implementeres i national ret jf. TEUF art. 288, stk. 2. Direktiver, som er rettet til medlemsstaterne, som skal implementere reglerne i den nationale ret jf. TEUF art. 288, stk. 3.¹⁶ En afgørelse er bindende i alle enkeltheder, når den angiver, hvem den er rettet til, er den kun rettet til disse personer eller virksomheder. Lovgivningsproceduren bliver beskrevet i det næste afsnit.

Afhandlingen tager primært udgangspunkt i markedsmisbrugsforordningen (596/2014), som blev udgivet den 16. april og dermed blev markedsmisbrugsdirektivet (2003/6). Markedsmisbrugsforordningen har en direkte anvendelse i medlemslandene fra den 3. juli 2016. Da forordningens indvirkning på kapitalmarkedet skal vurderes, så er det naturligt at en nærmere redegørelse af markedsmisbrugsdirektivet bliver foretaget.

Da afhandlingen anvender markedsmisbrugsforordningen til at udlede den gældende ret på baggrund af EU-rettens supranationale karakter, dvs. EU-retten har forrang over den nationale lovgivning, dvs. den danske lovgivning.¹⁷ Eftersom markedsmisbrugsforordningen trådte i kraft, så forsvandt centrale dele af lovgivningen ud af dansk ret. Det efterlod en væsentlig tom værdipapirhandelslov, hvor

¹⁴ Munk-Hansen, 2018, side 86

¹⁵ Munk-Hansen, 2018, side 86

¹⁶ TEUF, side 171

¹⁷ Munk-Hansen, 2018, side 276

værdipapirhandelen ikke længere er det centrale, derfor blev navnet ændret til kapitalmarkedsloven den 3. januar 2018. Det er også derfor, at de danske retskilder som Værdipapirhandelslov, betænkninger og vejledninger bliver anvendt til at skabe en forståelse af de gældende regler inden for kapitalmarkedet. Dermed efterstræbes det i afhandlingen at afspejle den hierarkiske opbygning af retskilderne.

Retspraksis fra EU- Domstolen vil blive inddraget, det skal dog konstateres, at de foreliggende afgørelser er afsagt på baggrund af markedsmisbrugsdirektivet, da der ikke findes nogle afgørelser, som er afsagt på grundlag af markedsmisbrugsforordningen. Med dette i mente vil den foreliggende retspraksis kun inddrages, hvor den stadig er egnet til at belyse retstilstanden for insiderhandel. Dog er der ingen materielle ændringer af forbuddet eller definitionen på insiderhandel, derfor anses afgørelser fra markedsmisbrugsdirektivet problemfrit. National retspraksis fra Danmark vil også blive inddraget i det omfang, at det kan bidrage til den grundlæggende forståelse for markedsmisbrug herunder insiderhandel.

Retskilderne er de primære kilder i afhandlingen, hvorimod de inddragede bøger og artikler er de sekundære kilder. Ved anvendelse af bøger og artikler er der taget højde for, at artiklerne og bøgerne kan være præget af forfatterens egne holdninger og meninger.

1.4.1 Ny lovgivningsmetode

Baron Alexandre Lamfalussy var med til at danne den nye reguleringsmetode (beslutningsprocedure), som blev indført i 2001 på værdipapirområdet og derefter gjorde det sig gældende på hele det finansielle område. Den nye beslutningsprocedure skulle effektivisere regeludstedelsen på værdipapirområdet, således at den kunne reagere hurtigt og fleksibelt på udviklingen på det finansielle marked.¹⁸

Den EU-retlig regulering består af fire niveauer:

På niveau 1, vedtager Europa- Parlamentet og Rådet rammelovgivningen, dvs. forordninger og direktiver bliver fastlagt inden for det pålæggende område.¹⁹ Dvs. markedsmisbrugsforordningen bliver karakteriseret, som en tekst på niveau 1.

¹⁸ Betænkning nr. 1521/2010, side 23

¹⁹ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 59

På niveau 2, vedtager Kommissionen de mere tekniske delstandarder samt en mere detaljeret regeludformning inden for de fastsatte rammer på niveau 1.

På niveau 3, udsteder European Securities and Market Authorities (ESMA) vejledninger, som skal understøtte niveau 1 og 2. Vejledningerne er ikke bindende for medlemsstaterne, men man skal forsøge af efterleve dem.

På niveau 4, fører ESMA tilsyn med om medlemsstaterne overholder de reglerne, som er blevet udstedt af EU.²⁰

²⁰ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 59

Kapitel 2: Det efficiente Kapitalmarked

Hvis man skal have en forståelse for den gældende retstilstand, så er det en god idé at starte med at stille sig selv det spørgsmål, ”hvorfors har vi denne regel”? Dette skyldes, at man herved kommer til at forholde sig til det formål, som begrundes reglen og som er afgørende for reglens indhold. Med andre ord, så er det vigtigt at forstå, hvorfor der er et behov for at have en regulering for markeds- misbrug herunder insiderhandel.

Derfor vil der komme en redegørelse af kapitalmarkedet og dens funktion. Derefter en redegørelse af den økonomiske teori om det efficiente marked og på baggrund af denne teori vil der blive redegjort for argumenter for et insiderhandelsforbud.

2.1 Kapitalmarkedet

En af grundene til at kapitalmarkedet kan holde sig i gang er, at investorerne har forskellige forventninger til kapitalmarkedet og handler med forskellige forudsætninger. Når et børsnoteret selskab udsteder aktier, så afspejler kursen selskabets generelle forhold hos markedsdeltagerne. Når en markedsdeltager er i besiddelse af kursrelevante oplysninger, som endnu ikke er kommet til markedets bekendtskab, så har insideren en informationsfordel. Denne fordel kan insideren bruge til enten at afværge et tab eller opnå gevinst. Baggrunden for at insiderhandel overhovedet eksisterer, er at der eksisterer asymmetrisk information på markedet.²¹

Hertil opstår spørgsmålet omkring, om man burde lade markedet selv regulere ved hjælp af prisme- kanismen eller om man skal ind og lovgive på området, dermed forbyde insiderhandel. Antallet af reguleringer inden for kapitalmarkedet er steget markant inden for de sidste par år. Det kan blandt andet læses i markedsmisbrugsforordningen, at fokuset især har været mod børsnoteret selskabers oplysningsforpligtelser til kapitalmarkedet.²²

Motivet bag indførelsen af markedsmisbrugsforordningen er at bevare markedsintegritet, det kræver derfor, at det finansielle marked er integreret, effektivt og gennemsigtigt. Når kapitalmarkedet effici- ent, så sikrer det den økonomiske vækst og velstand ifølge MAR. Det er offentlighedens interesse, at

²¹ Rose, 2003, side 3

²² Rose, 2003, side 3

handlerne på kapitalmarkedet sker åbent og retfærdigt, dvs. sikre den bedst mulige informering.²³ Markedsmisbrug herunder insiderhandel er med til at skade et velfungerende marked. Dog beskrives det ikke i forordningen, hvad der menes med et effektivt marked eller hvorfor der er et behov for en regulering på insiderhandel.

Som nævnt så er formålet med forordningen at opnå et effektivt marked, hvilket skal være med til at sikre offentlighedens tillid til kapitalmarkedet. Kommissionen nævner hverken i markedsmisbrugsdirektivet eller i forordningen, hvad de mener med et effektivt marked. Det antages derfor at begrebet anvendes i sammenhæng med informationsmæssig efficiens på kapitalmarkedet. Det engelske udtryk ”efficient”, har en økonomisk betydning, hvilket ikke helt kan oversættes til dansk. Den økonomiske betegnelse betyder, at man ikke kan forbedre en persons nytte uden at stille en anden part i en ringere tilstand.²⁴

Den del af kapitalmarkedet, som udgøres af en fondsbørs, tjener hovedsageligt to funktioner. For det første er kapitalmarkedet en form for markedsplads for investorer, som gør det muligt for dem at handle. For det andet muliggør kapitalmarkedet en allokation af ressourcer fra de, der har overskydende kapital til de, som efterspørger kapital. Det sidst nævnt er det karakteristiske for et marked, da den sammenfører udbydere og efterspørgere.²⁵

De to funktioner er begge afhængige af, at investeringsbeslutningen træffes på et rigtigt grundlag.²⁶ Investoren har et ønske om at vide, hvilket afkast sin investering medfører. Den viden vil gøre det muligt for investoren at vurdere, hvor meget forbrug investoren ønsker at opgive på nuværende tidspunkt. Det samme behov for at kende afkastet af sin investering, er det tilsvarende vigtigt for allokationen af ressourcer, da den viden vil sikre, at de bedste afkastmuligheder modtager de fleste ressourcer.²⁷

²³ MAR, præamblen nr. 2

²⁴ Rose, 2003, side 4

²⁵ Lau Hansen, 2001, side 68

²⁶ Lau Hansen, 2001, side 68

²⁷ Lau Hansen, 2001, side 69

2.2 Hypotesen om de effiente markeder

I 1970 fremsatte den amerikanske økonom, Eugene Fama en finansiell teori om det effiente marked (EMH), hvilket blev diskuteret i stor grad i sin tid.

Fama's definition af markedets effektivitet er som følgende:

*"A market in which prices at any time fully reflect all available information is called efficient"*²⁸

Definitionen angiver, at et effektivt kapitalmarked er et marked, hvor priserne på finansielle instrumenter på et hvert tidspunkt fuldt ud reflekterer al relevant information, der er tilgængelig på det pågældende tidspunkt. Der stilles ikke krav om, at investorerne har kendskab til informationerne, men blot at prisdannelsen sker som om investorerne har informationerne. Ændringer i priserne skyldes, at der er kommet nye informationer til, hvilket ikke kan forudsiges af nogen ²⁹ Derfor har ingen investorer ifølge den effiente markedshypotese nogen fordel i at forudse et afkast på en kurs, fordi ingen har adgang til informationer, som ikke allerede er tilgængelig for alle. Kurserne reagerer kun over for den tilgængelige information. Hypotesen om det effiente kapitalmarked forudsætter, at investorerne handler rationelt, dette betyder, at investoren skal maksimere den forventede nytte for en given usikkerhed og ikke lave systematiske fejl.

Fama klassificerer begrebet informationsmæssig efficiens i tre former af kategorier for at teste sin hypotese³⁰:

- Weak-form test: Alle tidligere kurser på et værdipapir afspejler dagens kurs. Derfor kan teknisk analyse ikke bruges til at forudse eller slå markedet
- Semi-strong test: Al offentlig information er indregnet i kursen. Hverken fundamental eller teknisk analyse kan bruges til at skabe overlegne afkast
- Strong-form test: Al information på markedet uanset om det er privat eller offentlig, så er den indregnet i kursen- selv en insider vil ikke kunne drage fordel af dette

²⁸ Fama, 1970, side 383

²⁹ Lau Hansen, 2001, side 359

³⁰ Fama, 1970, side 388

Fama's opdeling gik ikke ud på at kvalificere effektiviteten, dvs. om effektiviteten er svag, semi-stærk eller stærk. Effektiviteten var en ensartet størrelse, kvalificeringen angik mod styrken af et modbevis, dvs. opdelingen gik ud på at finde ud af, hvornår hypotesen ikke længere var holdbar. De tre former for modbevis blev testet med den tilgængelig empiri.³¹

Ifølge Fama's svage-form test for modbevis, så var det muligt at forudsige fremtidige kursbevægelser alene på baggrund af eksisterende og tidligere kurser, dvs. den afspejler historiske oplysninger.³² Dette er dog ikke muligt, da gældende priser afspejler al tilgængelig information på en måde, som om alle havde denne information.³³

Fama testede den semi-stærke form på to måder, den første angik hurtigheden af informationsbearbejdelsen dvs. hvor hurtigt kurserne afspejlede den øvrige tilgængelig information.³⁴ Hvis bearbejdelsen af informationerne var langsom, så ville de investorer, der var hurtigere eller dem, der har et forspring, vil kunne udnytte deres viden og opnå et bedre afkast end det øvrige marked.³⁵ Den anden test undersøgte, hvorvidt markedskursen reagerede på offentliggørelse af ny information. For disse to tests var empirien mindre entydig, da det i de fleste tilfælde af ny information var en indikation på, at handelsmulighederne ikke forelå: markedet var for hurtigt til at indtage den nye information.³⁶

Den stærke form for modbevis gik ud på, at monopolistisk information også afspejlede kurserne. Den empiriske problemstilling med dette var, at monopolistisk information ikke er kendt af andre end de få aktører, som er i besiddelse af den. De aktører, der er i besiddelse af denne viden, havde handelsmuligheder, dette betyder at de kunne tjene mere end de øvrige markedsdeltagere fordi de ved noget, som ikke kendes af resten af markedet. Derfor vil kurserne heller ikke afspejle monopolistisk information, dermed gør det markedet ineffektivt. Undersøgelsen viste, at en gruppe af informationsprivilegerede aktører fx ledelsesmedlemmer (insidere), forventes at have adgang til kursrelevant information om udstederen, som endnu ikke er offentliggjort. Undersøgelsen resulterede heller ikke i et entydigt svar, men viste en vis systematisk fordel ved deres handler.³⁷ Derfor er markedet ikke efficient.

³¹ Lau Hansen, 2001, side 83

³² Fama, 1970, side 388

³³ Lau Hansen, 2001, side 83

³⁴ Fama, 1970, side 404

³⁵ Lau Hansen, 2001, side 84

³⁶ Lau Hansen, 2001, side 84

³⁷ Lau Hansen, 2001, side 84

Når kapitalmarkedet er efficient, så betyder det, at det er et informationsmæssigt effektivt marked.³⁸ Kapitalmarkedet afspejlede at markedet ikke var efficient ved alle tre niveauer af informationer.

Fama fik lavet en række empiriske undersøgelser, som resulterede i at kapitalmarkedet var næsten efficient i den semi-stærke test.³⁹ Undersøgelserne bekræfter, at det ikke er muligt for investorerne at analysere sig frem til, at opnå en overnormal profit på baggrund af allerede eksisterende informationer omkring den pågældende aktie. Undersøgelserne var baseret på, hvor hurtigt en offentliggjort information afspejlede sig på kurserne. Derfor antog hypotesen EHM, at der ikke var forskel på informationstyper. For at bekræfte dette, skulle der foretages en undersøgelse af hver informationstype. Ud fra undersøgelserne kunne det bekræftes at markedet ville være efficient i semi-stærk test, hvis offentliggørelse af resultaterne fra fx årsregnskabet resulterede i, at der var en øjebliklig stigning i kurserne.⁴⁰ Den vil dog kun være stigende, hvis resultatet er højere end først antaget. Hvis offentliggørelsen af resultaterne ikke afspejlede kurserne øjeblikligt, så er markedet ikke efficient i den semi-stærke test. I 1970'erne var der ikke foretaget undersøgelser af alle typer informationer, som kunne blive offentliggjort af en udsteder. Derfor mener Fama, at han undersøgte de vigtige informationer, som er et resultat af, at markedet er efficient i den semi-stærke test.⁴¹

Det er dog nødvendigt at konkludere, at markedet ikke kan være efficient i den stærke-test, da det er umuligt, at der ikke er intern viden i selskabet, dvs. at der er en person fra et selskab, som er i besiddelse af intern viden, som andre i selskabet ikke er i besiddelse af, hvilket resulterer i asymmetrisk information.⁴² Monopolistiske informationer vil ikke afspejle kurserne, derfor må det konkluderes, at hypotesen om et efficient kapitalmarked ikke er holdbart i den virkelige verden. Dette betyder at intern viden er med til at skade det efficiente kapitalmarked, derfor er der behov for, at der sker en regulering af intern viden. Når det kan siges, at der altid vil eksistere intern viden, så vil der altid være mulighed for de aktører, som er i besiddelse af intern viden, at handle på den, hvilket resultere i insiderhandel, som er en ulovlig adfærd. En af grundene til at der eksisterer et velfungerende kapitalmarked skyldes, at investorerne har forskellige forventninger til kurserne, derfor er det en nødvendighed, at er en retlig intervention, for at markedet kan være efficient og dermed bevare sin integritet.

³⁸ Lau Hansen, 2001, side 85

³⁹ Fama, 1970, side 404

⁴⁰ Fama, 1970, side 405

⁴¹ Fama, 1970, side 409

⁴² Fama, 1970, side 410

2.3 Baggrunden for regulering af insiderhandel

I forhold til forbuddet mod insiderhandel er formålet at forhindre, at en insider snyder sin aftalepart ved ikke at fortælle om væsentlige informationer, som har betydning for aftalens vilkår. Det er altså forbudt, at en insider drager fordel af sin interne viden i en konkret handel til skade for sin aftalepart.⁴³

Der er to måder, hvor man kan imødegå problemet omkring insiderhandel. Enten kan man påbyde insideren at oplyse modparten om sin viden og derved udjævne informationsasymmetrien, derved er der ingen af aftalens deltagere er i besiddelse af informationsfordel. Ellers kan man påbyde insideren at ikke benytte sin interne viden ved helt at undlade at handle.⁴⁴

De juridiske argumenter for et forbud mod insiderhandel understøttes af betragtninger om gennemskelighed og ligebehandling, mens økonomiens betragtninger ikke understøttes af helt det samme.⁴⁵ Hvis en person sælger en aktie til et medlem af det pågældende selskabs ledelse, vil vedkommende føle sig snydt, når personen efterfølgende finder ud af, at køberen besad en positiv intern viden om selskabet.⁴⁶ Netop fordi aktiekurserne på markedet ikke er i stand til at reflektere intern viden, derfor har en insider mulighed for at handle til en bedre kurs.

Fama's hypotese om et efficient kapitalmarked kan ses som et økonomisk grundlag, der stræber efter et kapitalmarked, som er i overensstemmelse med formålet med markedsmisbrugsforordningen. Hvis selskabet straks offentliggør oplysningerne, vil aktiekurserne i højere grad afspejle alle de relevante informationer, med andre ord, så vil den afspejle selskabets fundamentale forhold. Hermed vil selskabets kapitalomkostninger blive defineret mere præcist. Dette er også medvirkende til, at der kun investeres i selskaber, som giver et positivt afkast (skaber merværdi).⁴⁷ Hermed vil kapitalmarkedet blive mindre likvidt, når insideren har mulighed for at handle. Der sker også en markedsfejl i den forstand, at selskabernes mulighed for at anskaffe mere kapital skades- og ressourceallokeringen er ikke effektivt. Som nævnt tidligere, så er kapitalmarkedets ene funktion at allokere det overskydende

⁴³ Lau Hansen, m.fl., 2010, side 26

⁴⁴ Betænkning nr. 1521/2010, side 18

⁴⁵ Østergreen, 2014, side 31

⁴⁶ Rose, 2003, side 12

⁴⁷ Østergreen, 2014, side 37

kapital til de, som efterspørger kapital. Denne funktion vil miste sin betydning, hvis der sker en markedsfejl.

Hvis man ser det ud fra ledelsens perspektiv, så er det positivt med øget juridisk beskyttelse af aktionærerne, herunder en beskyttelse mod udnyttelse af handler baseret på intern viden. Dette skyldes at den juridiske beskyttelse af aktionærerne styrker og udvikler kapitalmarkedet, fordi investorerne får en tillid til selskabets ledelse. Hvis investorerne mister tilliden til ledelsen, så vil investeringsmulighederne, som er identificeret af ledelsen ikke gennemføres, fordi investorerne vil være bekymret for, at ledelsen vil handle opportunistisk.⁴⁸

Hvis man derimod ser det fra et retsøkonomisk perspektiv, så er det afgørende om den nye interne information danner en ny information eller om den blot omfordeler en allerede eksisterende information. Det er besværligt at tage patent på en information, da den er omkostningsfuld at producere, men nem at videre distribuere.⁴⁹ En information er et offentligt gode, som er kendetegnet ved, at forbrug af en person ikke reducerer en anden persons forbrugsmulighed af godet. Et offentligt gode er en af flere typer markedssvigt, som retfærdiggør indførelsen af regulering af intern viden herunder insiderhandel, da der ellers vil blive udbudt for få af disse typer forbrugsgoder. Hvis informationen ikke tilfører merværdi for samfundet, så har den en distributiv karakter, hvilket gør det hensigtsmæssigt, at have et forbud mod insiderhandel.⁵⁰

⁴⁸ Rose, 2003, side 12

⁴⁹ Rose, 2003, side 13

⁵⁰ Rose, 2003, side 13

Kapitel 3: EU- retten

Dette kapitel har til formål at afdække de EU-retlige intentioner for indførelse af reguleringer inden for markedsmisbrug, herunder insiderhandel. Derudover er der et afsnit, som dækker den nuværende retstilstand for markedsmisbrug i den danske lovgivning.

3.1 Regulering af markedsmisbrug igennem et direktiv

Kommissionen fremlagde i 2001 et forslag til et nyt samlet direktiv mod markedsmisbrug, som et led i udviklingen af et fælles finansmarked, der skulle forhindre markedsmisbrug og sikre tilliden til kapitalmarkedet. På dette tidspunkt eksisterede der allerede EU- retlige regler omkring insiderhandel og hensigten med direktivet var at udbygge og opdatere dette regelsæt.⁵¹ Der var dog ikke fælles bestemmelser omkring kursmanipulation og medlemsstaterne havde forskellige lovgivning på dette område. Direktivet var et bud på fælles regler om kursmanipulation og insiderhandel.

Forslaget blev gennemført som Europa- Parlamentets og Rådets direktiv nr. 6 fra 2003 om insiderhandel og markedsmisbrug, hvilket blev benævnt som markedsmisbrugsdirektiv (MAD).

Formålet med direktivet var at øge investorenes tillid og markedintegriteten ved at forbyde personer, der er i besiddelse af intern viden at handle med relaterede finansielle instrumenter og ved at forbyde kursmanipulation gennem praksis såsom at sprede urigtige oplysninger eller rygter og gennemfører handler, hvor der er mulighed for at opnå en kurs på unormalt niveau.⁵²

I direktivet var der fastsat nærmere bestemmelser omkring forbuddet mod kursmanipulation. Reglerne var ikke knyttet til handelstransaktionerne, men mere til udbredelsen af oplysninger, som kan påvirke kursen.⁵³

Markedsmisbrugsdirektivet indeholdt derfor regler om oplysningsforpligtelser, ulovlig videregivelse af intern viden, kursmanipulation og insiderhandel. MAD erstatter det tidligere gældende insiderdirektiv fra 1989. Markedsmisbrugsdirektivet blev implementeret i dansk ret i 2004 og blev gældende fra 2005.

⁵¹ Fogtdal, 2017. Side 18

⁵² Forslag til MAR, side 2

⁵³ Fogtdal, 2017. Side 19

3.2 Fra markedsmisbrugsdirektiv til markedsmisbrugsforordning

Den finansielle krise resulterede i en betydelig stigning i antallet af politianmeldelser om sager om økonomiske kriminalitet, herunder sager omhandlende kursmanipulation og insiderhandel. Prioriteten omkring markedintegriteten blev understreget af den globale økonomiske og finansielle krise. Som et led af diskussion om finanskrisen på et G20- møde i London 2009, blev det til enighed at styrke det finansielle system, herunder styrkelse af den finansielle regulering og etablere en ramme for internationalt aftalte høje standarder.⁵⁴ Europa- Kommissionen havde vurderet ved anvendelsen af MAD, at den havde en række problemstillinger i sig, som havde negative konsekvenser med hensyn til markedintegriteten og investorbeskyttelsen, hvilket i sidste ende medførte ulige vilkår.⁵⁵ Kommissionen skulle tage initiativ til et nyt regelsæt, som havde til formål at styrke gennemsigtigheden, markedintegriteten og investorbeskyttelse.⁵⁶ Handel med finansielle instrumenter sker i dag i større grad ved grænseoverskridende aktiviteter, hvor det for markedsdeltagerne og investorer på kapitalmarkedet ikke længere er afgørende, i hvilket medlemsland en handel finder sted. Derfor kan forskellene i medlemslandenes implementering af direktivet virke som en forhindring på væksten. Udstedelsen af forordningen gør det muligt at skabe mere ensartede og stærkere rammer til at imødegå markedsmisbrug på det indre marked.⁵⁷

Formålet med direktivets udstedelse er bindende for medlemsstaterne, men det er op til medlemsstaterne at vurdere, hvilken form og med hvilke midler, direktivet skal gennemføres. I den danske lovgivning blev MAD implementeret i værdipapirhandelsloven (VPHL). MAD er et minimumsdirektiv, hvilket indebærer, at medlemsstaterne har mulighed for at fastsætte strengere krav end det, der er krævet i direktivet.⁵⁸ Dette betyder også at de nationale stater har mulighed for at sætte deres eget præg på lovgivningen. Ulempen ved MAD-direktivet var, at der var mange muligheder og skøn, hvilket medførte manglende klarhed med hensyn til visse nøglebegreber. Den manglende klarhed resulterede i at direktivet blev mindre virkningsfuldt.⁵⁹

⁵⁴ Forslag til MAR, side 2

⁵⁵ Forslag til MAR, side 3

⁵⁶ Fogtdal, 2017. Side 20

⁵⁷ MAR, præambelen nr. 3

⁵⁸ Munk-Hansen, 2018, side 279

⁵⁹ Forslag til MAR, side 3

I 2011 blev der fremsat et nyt forslag til en forordning om markedsmisbrug. Forslaget tager udgangspunkt i EUF-traktatens artikel 114, hvorpå grundlaget for en forordning hviler. En forordning bliver anset for at være den mest hensigtsmæssige retsakt til fastsættelse af regler mod markedsmisbrug i EU. Forordning har den virkning, at den vil mindske reglernes kompleksitet og øge retssikkerheden for dem, der er underlagt lovgivningen i hele EU ved at indføre et harmoniseret sæt hovedregler og bidrager til et fungerende indre marked.⁶⁰ Der skal handles på EU- niveau, hvis de forventede mål ikke tilstrækkeligt opfyldes af medlemsstaterne. Forslaget til Markedsmisbrugsforordning skulle sikre, at reglerne udstrækkes til nye markeder. Forordningen skal øge markedsintegriteten og investorbeskyttelsen, hvilket på samme tid sikrer et fælles regelsæt og lige vilkår.⁶¹ Forslaget om markedsmisbrugsforordningen blev vedtaget i 2014, benævnt som MAR.

Vedtagelsen af forordningen om markedsmisbrug (MAR) fik den betydning, at der blev indført fælles EU-definitioner af markedsmisbrug, som omfattede insiderhandel, uretmæssig videregivelse af viden og markedsmannipulation.

MAD-direktivet var baseret på princippet om forbud mod insiderhandel og kursmanipulation med finansielle instrumenter, der er optaget til handel på et reguleret marked, men siden MAD-direktivet blev vedtaget, er finansielle instrumenter i stigende omfang blevet handlet på MHF'er og andre typer OHF'er. Disse nye handelssteder har betydet øget konkurrence for det allerede eksisterende reguleret marked, da de opnår en stor del af likviditeten og tiltrækker investorer. Området for handelssteder er steget markant, hvilket er resulteret i, at det er sværere at kontrollere markedsmisbrug.⁶² Derfor finder MAR nu anvendelse på handel med finansielle instrumenter, som handles på et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet eller en organiseret handelsfacilitet. I MIFID II og MIFIR fastsættes, hvad der omfattes af begrebet finansielle instrumenter.⁶³

De eksisterende regler omkring markedsmisbrug blev udvidet til at gøre sig gældende på misbrug af elektroniske platforme. Derudover blev der indført forbud mod misbrugsstrategier ved anvendelse af højfrekvenshandel. Lovgivningens virkning blev større med mulighed for de kompetente myndigheders administrative bøder i EU, der som minimum er op til tre gange større end den økonomiske

⁶⁰ Forslag til MAR side 5

⁶¹ MAR, præambelen nr. 3

⁶² Forslag til MAR side 7

⁶³ Fogtdal, 2017. Side 21

gevinst, som der opnås ved markedsmisbrug eller mindst 15% af omsætningen for virksomheder.⁶⁴ De nye regler sikre, at forsøg på manipulation kan sanktioneres, hvilket kun i begrænset omfang har været tilfældet i en række af EU-landene. Hensigten er at øge retssikkerheden og mindske reglernes forskellighed for de involverede markedsdeltagere.

De overordnede formål med bestemmelserne i markedsmisbrugsforordningen:

1. *"Et egentligt indre marked for finansielle tjenesteydelser er af væsentlige betydning for den økonomiske vækst og jobskabelsen i Unionen"*⁶⁵
2. *"Et integreret, effektivt og gennemsigtigt finansielt marked forudsætter markedsintegritet. Det er en betingelse for økonomisk vækst og velstand, at værdipapirmarkedene fungerer gnidningsløst og at offentligheden har tillid til markederne. Markedsmisbrug skader de finansielle markeders integritet og offentlighedens tillid til værdipapirer og derivater."*⁶⁶

Når det gælder en fortolkning af forordningen, som direkte er bindende i hvert medlemsland, må man ud fra et dansk perspektiv skulle anvende den EU-retlige fortolkningsmetode. Dette bliver understøttet af de indledende betragtninger i MAR.⁶⁷ Resultatet fra MAD-direktivet til MAR- forordningen betyder for Danmark, at MAD-direktivet og VPHL's kapitel 10 og §35 om insiderhandel bliver ophævet.

3.3 Dansk lovgivning og retspraksis om markedsmisbrug

I dag bliver markedsmisbrug ikke længere reguleret i dansk lovgivning udover straffehjemlen som findes i kapitalmarkedsloven og i straffeloven. Reguleringen bliver set i markedsmisbrugsforordningen, som finder anvendelig i dansk ret.⁶⁸ Den specielle del af straffeloven om markedsmisbrug herunder §296, stk. 1, nr. 2, som blandt andet forbyder enhver form for oplysningsbaseret markedsmanipulation. STFL §299 d, er straffehjemlen for insiderhandel og markedsmanipulation under særligt skærpede omstændigheder. De mindre overtrædelser af reglerne om markedsmisbrug vil blive set i kapitalmarkedsloven.

⁶⁴ Fogtdal, 2017. Side 21

⁶⁵ MAR, præambelen nr. 1

⁶⁶ MAR, præambelen nr. 2

⁶⁷ Fogtdal, 2017, side 48

⁶⁸ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 27

Kapitel 4: Intern viden

I dette kapitel kommer der en beskrivelse af retstilstanden, som gør sig gældende for intern viden samt en udredelse af, hvad intern viden indebærer. Insiderhandel kan ikke forekomme uden at der foreligger intern viden, derfor er det nødvendigt at have forståelse for dette begreb.

4.1 Hvad er intern viden?

MAR opstiller to forbud, som begge relatere sig til misbrug af intern viden. Et forbud mod insiderhandel og et forbud mod videregivelse af intern viden. Disse bliver samlet betegnet som insiderforbuddene.⁶⁹ Forudsætningen for at insiderforbuddene finder anvendelse er, at der foreligger intern viden. Begrebet intern viden gælder ikke kun for viden, som vedrører et bestemt selskab, men den gælder også på viden, som generelt kunne påvirke kursen. I MAR artikel 7 fremgår definitionen på intern viden, hvilket stort set svarer til definitionen af intern viden fra MAD-direktivet artikel 1, stk. 1.⁷⁰

Der er fire kriterier, som skal være opfyldt, før at der overhovedet foreligger intern viden.

De 4 karakteristika er følgende:

1. Specifik viden
2. Ikke offentliggjort
3. Direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter
4. Mærkbart kan få betydning for kursdannelsen ved offentliggørelse

4.1.2 Specifik viden

I MAR artikel 7, stk. 2, bliver det specificeret, hvornår en oplysning skal anses for at være specifik viden. I MAR fremgår det, at specifik viden er, oplysninger, der ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører udstedere eller flere finansielle instrumenter og som hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter.⁷¹

⁶⁹ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 555

⁷⁰ MAD art. 1, stk. 1, nr. 1

⁷¹ MAR art. 7

I MAR artikel 7, stk. 2 fremgår det også, at der skal være 2 krav opfyldt, for at en viden kan anses for at være specifikt. Det første krav er, at oplysninger, som angiver en række situationer, der foreligger eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en hændelse, der er indtrådt eller kan med rimelighed forventes at indtræde, vil være specifik viden. For at kunne vurdere, hvorvidt en begivenhed vil forventes at indtræde, skal det ske efter de omstændigheder, som er tilstede på det tidspunkt, hvor en potentiel insider foretager en handel eller disposition, som kan være i strid med insiderforbuddene.⁷²

Det andet krav er, at oplysninger skal være tilstrækkelig præcis til at drage en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller begivenheders indvirkning på kursdannelsen.⁷³ Dette gælder ikke for oplysninger af vag og generel karakter, altså dette bliver ikke anset for intern viden. Kravet om præcision kan være opfyldt, hvis det kun er dele af det pågældende forhold, som er af præcis karakter. Jf. MAR artikel 7, stk. 4 fremgår det, når der skal vurderes, hvornår en oplysning er mærkbart for, at det kan have betydning for kursdannelsen på et værdipapir, er det afgørende, om investoren er fornuftig og det må derfor antages at investoren benytter sig af denne viden, som er en del af grundlaget for investeringsbeslutningen.⁷⁴

4.1.3 Ikke- offentliggjort viden

I MAR artikel 7 fremgår det under definitionen af intern viden, at der er tale om specifik viden, som ikke er offentliggjort. Hvis en intern viden er blevet offentliggjort, vil den ikke længere blive anset som ikke- offentliggjort oplysning eller intern viden. Der kan heller ikke længere ske en overtrædelse af MAR artikel 14 om insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden. Det fremgår dog ikke i MAR artikel 14 eller andre steder, hvornår der kan være sket en offentliggørelse af intern viden. Den manglende definition har en betydning for vurderingen af, om der foreligger overtrædelse af regler om insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden.⁷⁵

Ikke- offentliggjort viden skal læses i sammenhæng med kapitalmarkedet loven §24 og MAR artikel 17, hvor det fremgår at en udsteder skal offentliggøre og udbrede oplysninger efter kapitel 5 i KML

⁷² Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 557

⁷³ MAR art. 7

⁷⁴ MAR art. 7

⁷⁵ Fogtdal, 2017, side 80

og artikel 17, stk. 1 og 7 i MAR, på en måde, hvor der hurtigt kan opnås adgang til oplysningerne i EU og lande, som Den Europæiske Union har indgået aftale med på det finansielle område. Det kræves også at udbredelsen af oplysningerne skal ske på et ikke-diskriminerende grundlag. Jf. Kapitalmarkedsloven §24, stk. 2, skal oplysningerne udbredes gennem medier, som med rimelighed forventes at oplysningerne når ud til offentligheden i hele Den Europæiske Union og lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.⁷⁶

4.1.4 Udsteder eller finansielt instrument

Intern viden relaterer sig til to begreber, for det første relaterer det sig til viden, der direkte eller indirekte vedrører udstedere på markedet. I MAR artikel 3, nr. 21 bliver en udsteder defineret. En udsteder er en retlig enhed, der er underlagt privat eller offentlig ret, og som udsteder eller stiller forslag om udstedelse af finansielle instrumenter.⁷⁷ Hvis viden vedrører flere udstedere, kan dette blive betegnet som selskabsoplysninger.

For det andet relaterer det sig til viden, der direkte eller indirekte vedrører finansielle instrumenter. Markedsmisbrugsforordningen, artikel 3, henviser til MAD-direktivet (direktiv 2014/65/EU) for definition af finansielle instrumenter. Jf. MAD, bilag 1, afsnit c, så er finansielle instrumenter et bredt begreb. Den indebærer traditionelle værdipapirer, som er optaget på et reguleret marked, aktier og obligationer, men den omfatter også derivater, pengemarkedsinstrumenter, spotkontrakter og emissionskvoter.⁷⁸

4.1.5 Mærkbar betydning for kursdannelse

En fornuftig investor vil basere sin investeringsbeslutning på de oplysninger, som investoren allerede har til rådighed også kaldt forhåndsoplysninger. Der skal foretages en vurdering af hvorvidt en rationel investor sandsynligt vil tage en bestemt oplysning i betragtning ved sin beslutninger omkring investeringer.⁷⁹ Dette skal vurderes på grundlag af de for markedet tilgængelige forhåndsoplysninger. Det skal medtages i vurderingen om oplysningens forventede virkning på baggrund af den pågældende udsteders samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed, som kan påvirke det

⁷⁶ KML §24

⁷⁷ MAR art. 3

⁷⁸ MAD, bilag 1, afsnit c

⁷⁹ MAR, præambelen nr. 14

pågældende finansielle instrument.⁸⁰ Der skal foretages en vurdering af, hvorvidt en oplysning er af betydning for kursdannelsen, beror på, om de foreliggende oplysninger må antages for at være kurspåvirkende og dermed vil blive betragtet som intern viden.⁸¹

I vurderingen om informationen har en mærkbar betydning, skal det indgå som et moment, hvordan markedet kan forvente at reagere på informationen. Dette kan gøres ved at se på, hvordan markedet eventuelt tidligere har reageret på en lignende information.⁸² Der skelnes fra, hvordan markedet normalt opfører sig og er ikke begrænset af det enkeltes værdipapirs forhistorie, men der skal antages mere generelt for visse typer af finansielle instrumenter og visse typer af informationer, som har et fælles træk af betydning.⁸³

⁸⁰ Betænkning nr. 1521/2010, side 74

⁸¹ Betænkning nr. 1521/2010, side 74

⁸² Betænkning nr. 1521/2010, side 74

⁸³ Fogtdal, 2017, side 89

Kapitel 5: Oplysningspligt

Reglerne om udsteders forpligtelser til at offentliggøre kursrelevante oplysninger har en lighed med reglerne om insiderhandel til formål at reducere forekomsten af handler, som sker på baggrund af ikke-offentliggjort viden. Dette er et af de grundlæggende elementer i den børsretlige regulering og fundamentet for markedets funktion. Der vil i dette afsnit forekomme en redegørelse for reglerne om udsteders forpligtelse til offentliggørelse af intern viden, og undtagelserne hertil.

5.1 Hovedreglen

Reglerne om udsteders almindelige oplysningsforpligtelser af intern viden fremgår af MAR artikel 17, stk. 1. Det fremgår af definitionen at udstederen er forpligtet til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører den opgældende udsteder.⁸⁴ Modsat de tidligere regler (MAD og VPHL), så indeholder MAR en ny udsættelsesadgang for udstedere, som er kreditinstitutter og finansieringsinstitutter.⁸⁵

5.2 Realitetsgrundsætning

MAR har fremrykket tidspunktet for, hvornår udstedere skal offentliggøre intern viden. I de tidligere retstilstande fremgik det, at en udsteder først havde pligt til at offentliggøre intern viden på det tidspunkt, hvor den interne viden blev en realitet. Denne grundsætning findes ikke efter MARs ikrafttrædelse. Ifølge MAR er det en forpligtelse at offentliggøre intern viden med det samme.⁸⁶ Selvom realitetsgrundsætningen er bortfaldet, så er definitionen af intern viden, som tidligere nævnt videreført i MAR. Det må dog overvejes, hvornår der konkret må antages at foreligge intern viden hos udstederen. Når der er intern viden, så vil dette automatisk medføre en pligt til hurtigst muligt at offentliggøre denne viden. Udstederen skal på baggrund af MAR etablere klare procedurer for på hvilken måde, og hvem der skal foretage en vurdering af, om der foreligger intern viden.⁸⁷

⁸⁴ MAR, art. 17, stk. 1

⁸⁵ Fogtdal, 2017, side 93

⁸⁶ Fogtdal, 2017, side 94

⁸⁷ Ibid.

5.3 Udsættelse af offentliggørelse

Som nævnt ovenfor, er der ved MAR gennemført en væsentlig fremrykning af tidspunktet for offentliggørelse af intern viden. Fremrykningen er en kombination med øget adgang til udsættelse af offentliggørelse af intern viden, hvilket i praksis har medført, at der ikke ses væsentlige ændringer i forhold til, hvornår intern viden offentliggøres før og efter MAR.⁸⁸

Disse undtagelser kan findes i MAR artikel 17, stk. 4, dog er det betinget af for det første, at øjeblikkelig offentliggørelse må antages at skade legitime interesser for udstederen og for det andet, at udsættelse af offentliggørelsen ikke må antages at vildlede offentligheden. For det tredje, så skal udstederen sikre, disse oplysningers fortrolighed.⁸⁹

⁸⁸ Søgaard, m.fl., 2017, side 2

⁸⁹ Søgaard, m.fl., 2017, side 2

Kapitel 6: Insiderhandel

I dette kapitel vil der fremgå en definition af insiderhandel, samt en beskrivelse af, hvad insiderhandel indebærer. Derefter vil der forekomme en analyse af, hvordan insiderhandel er blevet behandlet i markedsmisbrugsdirektivet samt i forordningen, herunder hvornår insiderhandel bliver kriminaliseret og hvornår den ikke gør.

6.1 Hvad er insiderhandel?

Ifølge MAR, præamblen nr. 23 er det afgørende kendetegn ved insiderhandel, at der opnås en urimelig fordel gennem intern viden for tredjemand, som ikke er besiddelse af samme viden.⁹⁰ Dette medfører skade på investorenes og offentlighedens tillid til markedet. Der er derfor et behov for at regulere insiderhandel. Dette reguleres gennem et forbud, som gør, at handlemuligheden for insideren bliver begrænset og på denne måde kan insideren ikke benytte sig af informationsfordelen og dermed ikke indgå i en handel. Dette vil resultere i muligheden for, at alle parter indgår i en handel på lige vilkår, og der ikke er mulighed for at opnå en økonomisk gevinst eller afværge et tab på tredjemands bekostning.

6.2 Regulering af insiderhandel gennem direktivet

Markedsmisbrugsdirektivet ophæver den ældre insiderdirektiv, som gjorde sig gældende fra 1989 frem til 2003. Markedsmisbrugsdirektivet blev gennemført i dansk ret ved lov nr. 1460 af 22. december 2004 med virkning fra 1. april 2005.

Ifølge markedsmisbrugsdirektivet artikel 2, stk. 1, så bliver forbuddet mod insiderhandel defineret således:

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

”91

⁹⁰ MAR, præamblen nr. 23

⁹¹ MAD, art. 2, stk. 1

Direktivet udtrykker i forbuddet mod insiderhandel, at det gælder for personer, som er i besiddelse af intern viden mod at ”benytte” denne type viden. Dette betyder at besiddelse af intern viden på handelstidspunktet ikke er nok i sig selv for, at insiderhandel forbuddet anses for at være overtrådt. Hvis forbuddet skal anses for at være overtrådt, så skal insideren have ”benyttet” sig af intern viden ved gennemførelsen af handlen eller forsøget på en handel.⁹² Dermed er det uden betydning, hvis insideren er i besiddelse af intern viden såfremt at den viden ikke bliver anvendt under transaktionen. Ifølge direktivet, så er der ingen nærmere beskrivelse af, hvornår der er tale om en ”benyttelse” af intern viden.

Ifølge MAD artikel 2, stk. 3 så anses forbuddet mod insiderhandel ikke at være anvendt på de transaktioner, hvor der gennemføres en handel for at opfylde de forpligtelser til at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, når forpligtelsen eller aftalen allerede var indgået før insideren, kom i besiddelse af intern viden.⁹³ Det væsentlige ved dette er, at forpligtelsen er opstået før insideren kom i besiddelse af informationsfordelen og på denne måde er den interne viden ikke benyttet ved indgåelsen af aftalen.

Forbuddet mod insiderhandel efter markedsmisbrugsdirektivet falder altså i to dele, hvor den ene del taler for, at der skal være tale om en besiddelse af intern viden, mens den anden del taler for, at der skal være tale om et misbrug af denne viden.⁹⁴

I Kommissions oprindelig forslag til MAD, havde de anvendt formuleringen at ”udnytte” den interne viden, som også var anvendt i insiderdirektivet, hvilket var gældende før MAD blev implementeret. I forslaget til MAD havde Kommissionen fjernet det subjektive krav om ”bevidst” udnyttelse.⁹⁵

Da direktivet blev implementeret i den danske retstilstand, undlod man at tilføje betegnelsen ”benytte”. Jf. værdipapirhandelsloven §35, stk. 1, så blev insiderhandel defineret således:

⁹² Betænkning, 2010, side 83

⁹³ MAD, art. 2, stk. 3

⁹⁴ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 564

⁹⁵ Forslag til MAD

”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”⁹⁶

Med formuleringen ”nogen, der har intern viden” fastlægges, at enhver juridisk eller fysisk person er omfattet. Det afgørende er, om den pågældende er i besiddelse af intern viden, det er dog uden betydning, hvordan insideren er kommet i besiddelse af intern viden.⁹⁷ Til overtrædelse af forbuddet kræves det et bevis for, at insideren havde kendskab til den interne viden.⁹⁸ Når dette er bevisført, er det tilstrækkeligt, hvis det bevismæssigt lægges til grund, at insideren burde vide, at der var tale om intern viden.⁹⁹ Det har ingen betydning, om insideren har haft en berigelseshensigt. I vurderingen vil det blive overvejet, om vedkommende udover besiddelse af intern viden, også har misbrugt den og på denne måde handlet uhæderligt. Alene det, at en person er i besiddelse af intern viden, betyder at der opstår en formodning om, at insideren har misbrugt den interne viden ved at indgå den konkrete handel.¹⁰⁰

6.3 Regulering af insiderhandel gennem en forordning

Ifølge markedsmisbrugsforordningen bliver insiderhandel defineret således:

”(...)der tale om insiderhandel, når en person er i besiddelse af intern viden og udnytter denne viden ved for egen regning eller for tredjemands regning direkte eller indirekte at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som den pågældende viden vedrører.”¹⁰¹

Den ene del af insiderhandel forbuddet

Indholdet af forbuddet mod insiderhandel består af to dele, det er forbudt at handle eller medvirke, hvis en person er i ”besiddelse” af intern viden, som personen ved eller burde vide udgør intern viden, som en person ”udnytter” ved handlen. Indholdsmæssigt minder definitionen i forordningen om markedsmisbrugsdirektivets definition i artikel 2, stk. 1. Forskellen på definitionerne er dog, at den interne viden i MAD skal ”benyttes” og ikke ”udnyttes”. I forordningen fremgår der ingen nærmere

⁹⁶ VPHL §35, stk. 1

⁹⁷ Werlauff og Moalem, 2006, side 369

⁹⁸ Werlauff og Moalem, 2006, side 368

⁹⁹ STRFL §19

¹⁰⁰ Werlauff og Moalem, 2006, side 370

¹⁰¹ MAR, art. 8, stk.1

beskrivelse af, hvorfor ordvalget er blevet ændret og heller ingen forklaring på, hvordan ordet ”udnytted”, skal forstås. Denne formulering skaber en tvivl om, hvorvidt forbuddet mod insiderhandel i forordningen stiller krav om et forsæt og dermed er det op til medlemsstaterne at tage en subjektiv vurdering om en information er blevet udnyttet. Jf. MAR, præambelen nr. 24, så formodes det, at en fysisk eller juridisk person, der er i besiddelse af intern viden som direkte eller indirekte, erhverver eller afhænder eller forsøger at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter for egen eller tredjemandes regning, har udnyttet denne viden.¹⁰² Dette er også kendt som formodningsreglen, hvor der er en tæt sammenhæng mellem retligvurdering og beviskrav.

Tvivlen om MAR stiller krav omkring en forsætlig handling bliver dog afkræftet med denne formodningsregel. Denne regel præciserer også, hvad der skal forstås ved ordvalget ”udnytte”, hvilket var upræcist i det tidligere insiderdirektiv. Reglen blev også i dansk ret fastslået af Højesteret i Midtbankdommen samt af EU-domstolen i Spector-dommen, disse domme vil blive behandlet senere i afhandlingen. På baggrund af den gældende retspraksis, så er det nu kodificeret i markedsmisbrugsforordningens præambelen nr. 24 og 25.

Den anden del af insiderhandel forbuddet

MAR artikel 8, stk. 1, pkt. 1 præciserer tilfælde, hvor en handelsordre bliver afgivet på et tidspunkt, hvor en person ikke er i besiddelse af intern viden, men vedkommende efterfølgende kommer i besiddelse af intern viden, og personen bruger denne intern viden til at annullere eller ændre en handelsordre, vil også være en transaktion, der er omfattet af forbuddet mod insiderhandel.¹⁰³ I de tidligere regler fra direktivet og værdipapirhandelsloven, var det en af præmisserne for, at insiderforbuddet blev anset for at være overtrådt, at handlen skulle være foretaget.¹⁰⁴ Ifølge værdipapirhandelsloven, så vil køb og salg af finansielle instrumenter, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse, forudsat at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet for handelens gennemførelse og at forpligtelsen er baseret på en aftale, der er indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.¹⁰⁵ Dette vil nu i markedsmisbrugsforordningen blive anset som udnyttelse af intern viden. På grund af denne ændring, så er alle tænkelige situationer, hvor intern viden indgår, sikret. På denne måde, så kan begge parter indgå en handel på lige vilkår.

¹⁰² MAR, præambelen nr. 24

¹⁰³ Fogtdal, 2017. Side 140

¹⁰⁴ VPHL §35, stk. 1.

¹⁰⁵ VPHL §35, stk. 2, 2. pkt.

6.3.1 Personkredsen – insidere

Det fremgår af MAR artikel 3, at en person bliver anset både som en fysisk og juridisk person. I MAR artikel 8, stk. 4, fremgår en mere specificeret beskrivelse af personkredsen, som forbuddet mod insiderhandel omfatter.¹⁰⁶

- a. At være medlem af udstederens administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer eller af administrations-, ledelses- eller tilsynsorganer for deltageren på markedet for emissionskvoter
- b. At have kapitalinteresser i det udstedende selskab eller deltageren på markedet for emissionskvoter
- c. At have adgang til denne viden i kraft af ansættelses, erhverv eller funktioner eller
- d. At deltage i kriminelle aktiviteter¹⁰⁷

MAR foretager en sondring mellem primære og sekundære insidere. En primære insider bliver defineret som, en der har erhvervet denne intern viden i kraft af sin tilknytning til et udstederselskab eller erhverv. En sekundær insider er, en der har opnået den intern viden på en anden måde, som kan være omfattet af forbuddet.

Den primære insider er omfattet af opremsningen, som fremgår ovenfor i artikel 8, stk. 4, litra a-c. Fælles for alle primære insidere er, at de har en direkte forbindelse til denne viden. Den sekundære insider er omfattet af artikel 8, stk. 4, litra c og d, samt stk. 4, sidste punktum i form af udøvelse af erhverv eller funktioner for det udstedende selskab, deltagelse i kriminelle aktiviteter eller enhver person, der besidder intern viden under andre forhold end dem, der er omhandlet i litra a-d, når den pågældende person ved eller burde vide, at det er intern viden.¹⁰⁸ For så vidt, det angår sekundære insidere, der er i besiddelse af intern viden, som følge af deltagelse af kriminelle aktiviteter, så er det utydeligt, hvad der menes med denne formulering i MAR.¹⁰⁹ Derfor antages det, at formuleringen må

¹⁰⁶ MAR art. 14

¹⁰⁷ MAR art. 8, stk. 4

¹⁰⁸ MAR, art. 8, stk. 4, andet afsnit

¹⁰⁹ Fogtdal, 2017, side 141

indebære, at en sekundær insider i disse tilfælde alene kan straffes for overtrædelse af forbuddet, hvis det kan bevises, at der har ligget en eller anden form for kriminalitet, som insideren har deltaget i. Det må anses for at være væsentligt ved vurderingen om, der foreligger forsætligt eller uagtsomt forhold og hvilken tilknytning, som insideren har til informationerne.¹¹⁰ Fælles for alle sekundære insidere er, at de har modtaget den interne viden fra en anden. Den reelle forskel mellem primære og sekundære insidere er kun, at sekundære insidere har et krav om, at de burde have vidst, at der er tale om insiderhandel, hvorimod primære insidere må forventes at vide, hvornår noget er intern viden.¹¹¹ Denne sondring mellem primære og sekundære insidere blev allerede set insiderdirektivet og markedsmisbrugsdirektivet, derfor er der ingen reel ændring af retstilstanden for så vidt det angår personkreds, som kan dømmes for insiderhandel.¹¹² Sondringen blev ikke anset for at være relevant i forhold til insiderforbuddet, derfor blev dette ikke benyttet af medlemsstaterne herunder Danmark, da dette hellere ej var anvendt i værdipapirhandelsloven.¹¹³

MAR finder også anvendelse på juridiske personer, dvs. hvis en fysisk person, som deltager i beslutningen om at foretage erhvervelse, afhændelse, annullering eller ændring af en handelsordre for den pågældende juridiske persons regning.¹¹⁴ Dette betyder, at fysiske personer, der har deltaget i beslutning om at erhverve, afhænde eller ændre en handelsordre for den juridiske persons regning, alligevel kan straffes, selvom dispositionen er truffet i den juridiske persons navn.¹¹⁵

6.3.1.1 Forbud mod insiderhandel og uretmæssige videregivelse af intern viden

MAR artikel 14 indeholder et forbud mod insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden. Det vil sige, at det er forbudt for personer¹¹⁶:

- At deltage i eller forsøge at deltage i insiderhandel
- At anbefale, at en anden person deltager i insiderhandel eller at tilskynde en anden person til at deltage i insiderhandel eller
- Uretmæssigt at videregive intern viden

¹¹⁰ Fogtdal, 2017, side 141

¹¹¹ Betænkning nr. 1521/2010, side 28

¹¹² MAD, art. 4

¹¹³ VPHL §35

¹¹⁴ MAR, art. 8, stk. 5

¹¹⁵ Fogtdal, 2017, side 142

¹¹⁶ MAR, art. 14, litra b.

Denne bestemmelse skal læses i forlængelse af MAR artikel 8, da den definerer, hvad der skal forstås ved insiderhandel, som ovenfor. Det kan dog overvejes, hvordan ordet ”forsøge” skal fortolkes, som det fremgår i forordningsteksten. Det fremgår ikke klart i forordningen, om begrebet ”forsøge”, er i fuld overensstemmelse med forsøgsbegrebet efter dansk ret.¹¹⁷ I en række medlemslande i EU vil det kunne straffes for forsøg, der er ikke blot som efter dansk ret, tale om en fjern forberedelseshandling, men om en handling, som er tæt på den tilsigtede fuldbyrdelse.¹¹⁸ Skal det fortolkes ud fra en EU-konform fortolkning eller en fortolkning svarende til de enkelte medlemslandes retsopfattelse? Dette vil medføre, at der i en dansk sag skulle anvendes et snævrere anvendelsesområde end der ellers er tale om i forordningen.¹¹⁹ Dette vil betyde, at de fjernere forberedelseshandlinger vil blive straffefri efter danskret. Denne usikkerhed omkring den EU-retlige rækkevide af forsøgsbegrebet vil i nogle situationer give anledning til en væsentlig juridisk usikkerhed, som ville være vanskelige at afklare under en national straffesag, da det i realiteten vil kræve en sammenlignende analyse af de forskellige retssystemers fortolkning af forsøgsbegrebet, og herunder kan det diskuteres omfanget af muligheden for at træde tilbage fra et forsøg. Det må antages, at forsøg som anvendt begreb efter forordningen, som udgangspunkt, må fortolkes efter de nationale fortolkninger.¹²⁰

I MAR artikel 8, litra 1, fremgår der en nærmere beskrivelse af forbuddet. En person er omfattet af bestemmelsen, når der opstår en anbefaling, når en person er i besiddelse af intern viden og på baggrund af denne viden, anbefaler andre til at erhverve eller afhænde et finansielt instrument.¹²¹

6.3.2 Tilegnelse til insiderhandel

En person må antages at kunne straffes for uagtsom eller forsætlig overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel i MAR artikel 14, jf. artikel 8. Det er ikke et krav, at en insider har forstået, at informationen har karakter af intern viden.¹²² Det er tilstrækkeligt, at den pågældende burde have forstået, at den information, som vedkommende er i besiddelse af, kunne kvalificeres som intern viden.¹²³ En person kan dermed straffes for uagtsom insiderhandel, hvis den pågældende for det første, burde have været opmærksom på, at han var i besiddelse af intern viden og for det andet, at han burde have indset,

¹¹⁷ Fogtdal, 2017b, side 2

¹¹⁸ Ibid.

¹¹⁹ Fogtdal, 2017b, side 2

¹²⁰ Fogtdal, 2017b, side 2

¹²¹ MAR, art. 8, stk. 2, litra a.

¹²² Fogtdal, 2017, side 155

¹²³ Fogtdal, 2017, side 156

at han ved sine transaktioner herved, udnyttede denne viden eller forsøgte at deltage i insiderhandel eller burde indse, at han anbefalede eller tilskyndede en anden person til at deltage i insiderhandel.

124

6.3.3 Fuldbyrkelse af insiderhandel

Der kan sondres mellem fuldbyrkelsen på den ene side ved køb eller salg og på den anden side ved at anbefale, at en anden person deltager i insiderhandel eller at tilskynde en anden person til at deltage i insiderhandel.¹²⁵

Bestemmelsen må antages for at være fuldbyrket allerede ved den første forsøgshandling, idet bestemmelsen i MAR artikel 14 indeholder en direkte kriminalisering af forsøg. Der kan derfor ikke trædes tilbage fra forsøg herefter, uanset om der efterfølgende ikke gennemføres en handel. Hvis en insider foretager en iværksættelseshandling på et tidspunkt, hvor han ikke er i besiddelse af intern viden, men en sådan relevant efterfølgende viden opstår efter den sidste på insideren beroende iværksættelseshandling, foreligger der ikke insiderhandel.¹²⁶

Der kan straffes for forsøg på insiderhandel efter MAR artikel 14, når der efter en sædvanlig bevisvurdering kan lægges til grund, at den pågældende vidste eller burde vide, at personen ville indgå en bindende handel og den pågældende person har udøvet en hvilken som helst forberedelseshandling, som sigtede til at fremme eller bevirke udførelsen af insiderhandlen.¹²⁷

6.3.4 Lovlig adfærd og undtagelser til insiderhandel forbuddet

Forordningen har en bredere tilgang til forbuddet mod insiderhandel end hvad der har været gældende i tidligere retstilstande. Ligeså vel som der er behov for regler, som kriminaliserer insiderhandel, så er der også behov for regler, som regulerer lovlig adfærd, dvs. brug af intern viden for legitime hensigter.

¹²⁴ Fogtdal, 2017, side 156

¹²⁵ Fogtdal, 2017, side 157

¹²⁶ Fogtdal, 2017, side 157

¹²⁷ Fogtdal, 2017, side 157

I MAR artikel 9 fremgår en række undtagelser eller modifikationer til forbuddet mod markedsmisbrug. Disse gør sig gældende for hele forordningen, mens andre gælder for de groveste former for markedsmisbrug herunder insiderhandel og markedsmanipulation.

I MAR artikel 9 fremgår en række situationer omkring lovlig adfærd, dvs. hvor en person, der er i besiddelse af intern viden omkring finansielle instrumenter, har foretaget en handel.¹²⁸ På baggrund af dette, skal denne handling ikke betragtes som en overtrædelse af insiderhandel, men derimod som en lovlig adfærd på kapitalmarkedet.

6.3.4.1 Chinese Walls

Vurderingen af intern viden hos en juridisk person, vil en juridisk person blive anset som en enhed, dvs. hvis et enkelt medlem af ledelsen, en tegningsberettiget eller andre som træffer beslutninger vedrørende et selskabs værdipapirhandel, har intern viden, så vil dette betragtes som at hele selskabet er i besiddelse af intern viden.¹²⁹ Dette ville resultere i at enhver ansat i et selskab (juridisk enhed), uanset om den pågældende person i realiteten er besiddelse af intern viden, vil være afskåret fra at handle med de pågældende værdipapirer på den juridiske persons vegne. Inden for den finansielle sektor, vil der altid være episoder, hvor der er en medarbejder i virksomheden, som er i besiddelse af intern viden, imens der er en anden medarbejder i samme virksomhed, som handler med værdipapir, som relaterer sig til den interne viden. Derfor er det vigtigt at sikre sig, at medarbejderen, som handler med værdipapir, ikke kommer i besiddelse af intern viden og på den måde ikke benytter sig af den viden.¹³⁰

Jf. markedsmisbrugsforordningen artikel 9, skal alene det forhold, at en juridisk person er eller har været i besiddelse af intern viden, ikke betragtes som, at denne person har gjort brug af denne viden.

¹³¹

Den lovlig adfærd gør sig kun gældende, når der er opfyldt to krav. Det ene krav er, at den juridiske person skal have etableret, gennemført og opretholdt tilstrækkelige og effektive interne ordninger og procedurer, som effektivt sikre, at hverken den fysiske person, der traf beslutningen på dennes vegne

¹²⁸ MAR, art. 9

¹²⁹ Fogtdal, 2017, side 113

¹³⁰ Fogtdal, 2017, side 114

¹³¹ MAR art. 9, stk. 1

om at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som oplysningerne vedrører eller nogen anden fysisk person, som kan have haft nogen indflydelse på denne beslutning, var i besiddelse af intern viden.¹³² Det andet krav er, at den juridiske person ikke har opmuntret, anbefalet eller på anden måde påvirket den fysiske person, som på den juridiske persons vegne erhvervede eller afhændede finansielle instrumenter, som den pågældende viden vedrører.¹³³ For at sikre, at forbuddet mod insiderhandel ikke bliver overtrådt, kan en juridisk person opretholde en informations barriere, som også bliver betegnet som "Chinese Walls" og på den måde beskytter den interne viden, så den kun er tilgængelig hos de medarbejdere, som har et arbejdsrelateret behov for at kende til den interne viden.¹³⁴ Dette gør det muligt, at det vil være tilladt for visse personer hos udstederen at købe og sælge finansielle instrumenter, selvom at der er andre personer i selskabet, der er i besiddelse af intern viden om de finansielle instrumenter.

Undtagelsen vil ikke gøre sig gældende, hvis den juridiske person har påvirket den fysiske person, som på den juridiske persons vegne erhvervede eller afhændede et finansielt instrument, som den interne viden vedrører.¹³⁵

6.3.4.2 Bemyndiget til at udføre ordrer på vegne af tredjemand

I MAR artikel 9, fremgår det også, at det ikke skal betragtes som insiderhandel, hvis market-maker eller personer, der er bemyndiget til at handle som modpart, der udfører deres legitime forretninger med køb og salg af finansielle instrumenter.¹³⁶ Dette gælder også for personer, som er bemyndiget til at udfører ordrer på vegne af tredjemand, som pligtskyldigt gennemfører annulleringer eller ændringer af handelsordrer, betragtes ikke som brug af intern viden.¹³⁷ Erhvervelsen eller afhændelsen af et finansielt instrument, som handelsordren vedrører, sker for at udføre en sådan handelsordre på lovlig vis i forbindelse med den normale udøvelse af vedkommendes arbejde, erhverv eller funktion.¹³⁸

¹³² Fogtdal, 2017, side 145

¹³³ MAR art. 9, stk. 1, litra b

¹³⁴ Fogtdal, 2017, side 115

¹³⁵ MAR art. 9

¹³⁶ MAR, præambelen nr. 30

¹³⁷ MAR art. 9, stk. 2, litra a

¹³⁸ Fogtdal, 2017, side 145

Baggrunden for denne undtagelse er, at undgå utilsigtede forbud mod lovlige former for finansiel aktivitet, dvs. når der ikke er nogen markedsmisbrugs effekt, er det nødvendigt at anerkende visse former for lovlig adfærd.¹³⁹ Ved denne lov, så er den fastsatte beskyttelse af market-makers, instanser, der er bemyndiget til at optræde som modparter eller personer, der er bemyndiget til at udføre handelsordrer på vegne af tredjemand, omfatter ikke aktiviteter, der er forbudt i henhold til denne forordning, herunder eksempelvis "front running".¹⁴⁰ Det er derfor muligt at ifalde strafansvar, hvis en værdipapirhandler videregiver den interne viden til andre kunder, som også lader værdipapirhandleren udføre orden, det samme gælder, hvis værdipapirhandleren anbefaler andre at handle.¹⁴¹

Undtagelsen om at værdipapirhandler kan handle lovligt var allerede indsat af nødvendighed i værdipapirhandelsloven § 35, stk. 3, idet værdipapirhandlere ville være udelukket fra at udføre deres hverv på tilstrækkeligvis.¹⁴² Jf. VPHL §35, stk. 3, så vil en værdipapirhandler ikke ifalde et strafansvar for insiderhandel selvom vedkommende har kendskab til eller formodning om, at kunden har foretaget eller ville foretage insiderhandel.¹⁴³ Så længe værdipapirhandleren vælger loyalt at gennemføre handlen og såfremt værdipapirhandleren er i besiddelse af intern viden, men blot gennemfører sin kundes ordre, vil der som følge af ovenstående ikke være tale om insiderhandel.¹⁴⁴ Men hvis værdipapirhandleren har råderet til at handle på kundens vegne og er i besiddelse af intern viden, vil en handel udgøre en overtrædelse af insiderhandel forbuddet.¹⁴⁵ VPHL §35, stk. 3 fandt også anvendelse på værdipapirhandlers ansatte. Hvis de ansatte ikke var omfattet af forbuddet, vil det ikke være muligt for den juridiske enhed at udfører sit arbejde.¹⁴⁶ Fortolkningen om at værdipapirhandler ikke kan ifalde strafansvar selvom vedkommende ved, at kunden handler på intern viden, kan ikke findes i MAR. Derfor må det antages, at værdipapirhandleren ud fra den given situation vil være omfattet af insiderhandel forbuddet og dermed ifalde strafansvar.

¹³⁹ Mar, præambelen nr. 29

¹⁴⁰ MAR, præambelen nr. 30

¹⁴¹ MAR art. 8, 9 og 14

¹⁴² Werlauff og Moalem, 2006, side 379

¹⁴³ Werlauff og Moalem, 2006, side 379

¹⁴⁴ Ibid.

¹⁴⁵ Ibid.

¹⁴⁶ VPHL §35, stk. 3

6.3.4.3 Forfaldne forpligtelser

Jf. markedsmisbrugsforordningen artikel 9, stk. 3, så skal alene det forhold, at en person der er i besiddelse af intern viden, ikke betragtes som, at denne person har gjort brug af denne viden, og således har deltaget i insiderhandel på grundlag af en erhvervelse eller afhændelse, hvis personen gennemfører en transaktion for at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, og denne transaktion gennemføres i forbindelse med afvikling af en forpligtelse, som er forfalden i god tro og uden overtrædelse af insiderhandel forbuddet.¹⁴⁷ Denne undtagelse vil blive opretholdt, så længe en af de to nedenstående situationer er opfyldt:

1. Forpligtelsen hidrører fra en afgivet handelsordre eller en aftale, der er indgået, inden den pågældende person kom i besiddelse af intern viden.¹⁴⁸
2. Forpligtelsen er gennemført for at opfylde en retlig eller administrativ forpligtelse, der opstod før en person, kom i besiddelse af intern viden.¹⁴⁹

Den første situation, hvor insideren kommer i besiddelse af intern viden efter at en bindende og forpligtende aftale er indgået, kunne allerede læses i værdipapirhandelsloven §35, stk. 2, nr. 2 samt i markedsmisbrugsdirektivet artikel 2, stk. 3.¹⁵⁰ Den interne viden har været uden betydning for insiderens beslutning om at indgå i den pågældende aftale. Det er væsentligt, at undtagelsen i VPHL §35, stk. 2, nr. 2 er et eksempel på en situation, der ikke vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel, som følge af, at den intern viden ikke er brugt og desto mindre er misbrugt.¹⁵¹ Det afgørende er, om personen på det tidspunkt, hvor der opnås intern viden, er kontraktligt forpligtet til at gennemføre transaktionen på vilkår, der er fastlagt i en aftale, der er indgået før personen kom i besiddelse af intern viden.¹⁵² Denne undtagelse er blandt andet rettet mod finansielle futures og terminskontrakter, da disse er karakteriseret ved, at de grundlæggende handelsbetingelser ligger fast ved aftalens indgåelse uanset at selve transaktionen først gennemføres på et senere tidspunkt.¹⁵³ Så længe den person, der er i besiddelse af intern viden, ikke på det tidspunkt, hvor vedkommende får adgang til den intern

¹⁴⁷ MAR, art. 9, stk. 3

¹⁴⁸ MAR art. 9, stk. 3, litra a

¹⁴⁹ MAR art. 9, stk. 3, litra b

¹⁵⁰ Werlauff og Moalem, 2006, side 378

¹⁵¹ Werlauff og Moalem, 2006, side 378

¹⁵² Ibid.

¹⁵³ Ibid.

viden, har mulighed for at udøve indflydelse på, om betingelsen opfyldes og dermed på, om forpligtelsen indtræder.¹⁵⁴

Den anden situation, som omfatter situationer, hvor transaktionen er gennemført for at opfylde en retlig eller administrativ forpligtelse er ikke set i de tidligere retskilder. Dette betyder, at undtagelsituationerne er udvidet i MAR. Der står ingen nærmere beskrivelse af, hvordan situation skal forstås eller hvem den er rettet mod.

Det væsentlige i begge situationer er, at forpligtelsen eller aftalen er indgået før insideren, kom i besiddelse af intern viden, så muligheden for at den interne viden kunne være blevet udnyttet ved aftalens indgåelse ikke opstår. Det betyder derfor, at de ovenstående situationer ikke er omfattet af insiderhandel forbuddet, dvs. det er tilladt at opfylde en i forvejen indgået aftale, selvom insideren på transaktionstidspunktet er i besiddelse af intern viden.

6.3.4.4 Offentligt købstilbud

Jf. markedsmisbrugsforordningen artikel 9, stk. 4, så skal alene det forhold, at en person der er i besiddelse af intern viden, ikke betragtes som, at denne person har gjort brug af denne viden, og således har deltaget i insiderhandel, hvis en person har opnået denne viden i forbindelse med offentlig overtagelse eller fusion med en virksomhed, og udelukkende anvender denne viden til at gå videre med en fusion eller offentlig overtagelse, ikke omfatter brug af intern viden. Det er også forudsat, at al intern viden er offentliggjort eller på anden måde er ophørt med at være intern viden på tidspunktet for godkendelse af fusionen eller for accept af overtagelsestilbuddet.¹⁵⁵

Denne undtagelse til insiderhandel forbuddet var også kodificeret i VPHL §35, stk. 2, nr. 1 og var også implementeret i præamblen nr. 29 i markedsmisbrugsdirektivet.¹⁵⁶ At handle på baggrund af due diligence-viden i forbindelse med et offentligt købstilbud er ikke omfattet af forbuddet mod insiderhandel.¹⁵⁷ Det er en forudsætning for gennemførelse af en virksomhedsovertagelse, at køberen får muligheden for at se i virksomhedens bøger. Denne undtagelse er så vidt uproblematisk, idet det

¹⁵⁴ Ibid.

¹⁵⁵ MAR, art. 9, stk. 4

¹⁵⁶ Werlauff og Moalem, 2006, side 376

¹⁵⁷ Werlauff og Moalem, 2006, side 377

offentlige tilbud normalt må antages at afspejle værdien af den samlede mængde tilgængelig information, dvs. såvel offentlig som intern viden. Omvendt så gælder det også, at de potentielle købere ikke afgiver et købstilbud, må de afstå fra at handle på baggrund af den interne viden. De må afvente til, at målselskabet offentliggør den pågældende viden eller at den af andre grunde ikke kan anses for at være intern længere. I værdipapirhandelsloven og i direktivet var der ikke et krav om, at den interne viden skulle offentliggøres inden et overtagelsestilbud blev accepteret eller at en fusion blev godkendt.

Jf. forordningen så indgår intern viden ikke i den pris, som aktionærene tilbydes. Der er sket en skærpelse af undtagelsen omhandlende brug af intern viden ved offentlige overtagelsestilbud og fusioner ved ikrafttrædelse af MAR.

6.3.4.5 Egen viden om egen beslutning om beslutning om erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer

I MAR artikel 9, stk. 5 fremgår det, at egen viden om egen beslutning om erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer, som udgangspunkt ikke i sig selv skal betragtes som brug af intern viden.¹⁵⁸ Derudover kan det læses i betragtning 31 om hensynet bag denne bestemmelse. Det fremgår heraf, at ageren på grundlag af ens egne planer og handelsstrategier ikke bør betragtes som udnyttelse af intern viden. Det bliver i betragtningen tilføjet, at ingen af disse juridiske eller fysiske personer bør være beskyttet i kraft af deres erhvervsfunktion; de burde kun være beskyttet, hvis de handler på passende og ordentlig vis og lever op til de standarder, som der forventes af deres erhverv. Standarderne i MAR er markedsintegritet og investorbeskyttelse.¹⁵⁹

6.3.4.6 Ikke opretholdt lovlig adfærd

Uanset ordlyden i artikel 9, stk. 1-5 samt betragtningerne hertil, så kan det stadig betragtes, som at være sket en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, hvis den kompetente myndighed fastslår, at bevæggrunden til de pågældende handelsordrer eller transaktioner eller den pågældende adfærd var ulovlig¹⁶⁰ Denne bestemmelse gør det ikke muligt, at misbruge bestemmelserne omkring lovlig adfærd, dvs. at man undgår de personer, som foretager insiderhandel, hvor formålet har været at omgå

¹⁵⁸ MAR, art. 9, stk. 5

¹⁵⁹ MAR, præambelen nr. 31

¹⁶⁰ MAR, art. 9, stk. 5

forbuddet mod insiderhandel. Forordningen berører ikke retten til et forsvar.¹⁶¹ Spørgsmålet omkring, hvorvidt en person har overtrådt forbuddet mod insiderhandel eller forsøgt at begå insiderhandel, bør analyseres i forhold til beskyttelsen af integriteten af det finansielle marked og forbedre investorernes tillid, som til gengæld er baseret på en sikkerhed for, at investorerne får lige vilkår og bliver beskyttet mod misbrug af intern viden.¹⁶²

6.4 Lovlige handler

Lovlig adfærd kan inddeles i tre kategorier: ingen brug, lige brug og fair brug, hvis en person falder inden for disse tre kategorier, så overtræder man ikke forbuddet. Nedenfor vil der fremgå eksempler på situationer inden for disse tre kategorier.

6.4.1 Ingen brug

Et eksempel på, at den interne viden ikke bliver brugt, selvom insideren er i besiddelse af den på handelstidspunktet, er de tilfælde, hvor insideren handler imod sin interne viden, dvs. vedkommende sælger sine aktier, selvom han har positiv intern viden om en fremtidig kursstigning eller, at han køber aktier, selvom han har negativ intern viden om et fremtidigt kursfald. I disse situationer forsøger insideren ikke at opnå den fordel, som den interne viden udgør og kan derfor ikke siges at benytte den interne viden.¹⁶³

6.4.2 Lige brug

Det klassiske eksempel på lige brug er de situationer, hvor begge parter i handlen er i besiddelse af samme interne viden, dvs. at der foreligger informationsparitet. Hvilket betyder, at der ikke er én part, der er i besiddelse af en fordel fremfor den anden, og en handel er derfor uproblematisk i forhold til forbuddet mod insiderhandel.¹⁶⁴ Lige brug forekommer oftest i praktisk, når to storaktionærer eller to ledelsesmedlemmer, der handler med hinanden.¹⁶⁵

¹⁶¹ MAR, præamblen nr. 24

¹⁶² MAR, præamblen nr. 24

¹⁶³ Lau Hansen, m.fl., 2010, side 27

¹⁶⁴ Lau Hansen, m.fl., 2010, side 27

¹⁶⁵ Ibid.

6.4.3 Fair brug

Det karakteristiske ved fair brug situationerne er, hvor en insider ikke skaber informationsparitet, fordi insidieren har afskåret fra at oplyse modparten om den interne viden, men i stedet varetager modpartens interesse ved at lade den interne viden afspejle sig i handlen, således at den uvidende modpart ikke bliver snydt ved handlen.¹⁶⁶

¹⁶⁶ Fogtdal, 2017, side 155

Kapitel 7: Afgørelser

I dette kapitel vil der fremgå, hvordan overtrædelse af insiderhandel forbuddet er blevet behandlet igennem de tidligere gældende retstilstande på området. Sagerne er behandlet efter kronologisk rækkefølge. Afslutningsvis vil der komme en sammenhængende konklusion på, hvilken påvirkning disse afgørelser har haft på udformningen af markedsmisbrugsforordningen.

7.1 Midtbank-sagen (U.2005.984H)

Kravet om, at oplysningerne skal være specifikke, har en væsentlig betydning med hensyn til at fastlægge grænsen for, hvornår der i forbindelse med længere forhandlingsforløb, er tale om intern viden dermed forbud mod insiderhandel, og hvornår der alene er tale om indledende sondringer og overvejelser, som ikke udløser insiderforbuddene.¹⁶⁷ Denne problemstilling bliver illustreret ved Midtbank-sagen. Denne sag blev afgjort efter insiderdirektivet 89/592/EØF og dette direktivs definition af intern viden. Definitionen fra insiderdirektivet er blevet videreført i MAD, dog mere præciseret på niveau 2. Denne opfattelse af intern viden er blevet samlet i MAR artikel 7, derfor er denne dom stadig relevant.¹⁶⁸

7.1.1 Resume af sagen

Svenska Handelsbanken tog kontakt til Midtbanks ledelse for at drøfte et samarbejde i maj 2000. Henover sommeren blev det klart, at Svenska Handelsbanken ønskede at overtage Midtbank. Forhandlingerne blev dog afbrudt i slutningen af september 2000, fordi Midtbank og Svenska Handelsbanken ikke kunne nå til enighed om overtagelsesprisen. Ved årsskiftet blev forhandlingerne genoptaget og omkring foråret kunne det offentliggøres, at Svenska Handelsbanken havde et overtagelsestilbud til kurs 850, hvilket blev anbefalet af Midtbanks ledelse.¹⁶⁹

7.1.2 Problemstillingen

Problematikken i denne sag var, at bestyrelsesformanden i Midtbank havde købt aktier i banken i august 2000, og efterfølgende havde Realkredit Danmark tilbagesolgt aktier i Midtbank til banken

¹⁶⁷ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 558

¹⁶⁸ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 558

¹⁶⁹ R&R Online, 2005, side 1

selv, hvilket skete gennem to mindre salg af 10.000 og 15.000 stk. aktier i november 2000. Dernæst skete der et stort salg af 104.288 styk aktier i februar 2001. Aktierne var en del af en strategisk post, som var blevet afviklet fordi Realkredit Danmark i oktober 2000 var overtaget af Danske Bank.¹⁷⁰ Hertil opstår spørgsmålet om bestyrelsesformanden og bankens ledelse havde haft intern viden på tidspunktet for de i alt fire handler og om de havde overtrådt forbuddet mod insiderhandel.¹⁷¹

Retssagen mod Midtbank bygger på, at hvis en person er i besiddelse af intern viden, så vil det i sig selv skabe en formodning om, at den interne viden er blevet benyttet, hvilket må forventes at føre til domfældelse.¹⁷²

7.1.3 Byrettens og landsrettens vurdering af Midtbank-sagen

Både i byretten og landsretten blev formanden frifundet, da hans viden om Handelsbanken ikke udgjorde intern viden. De første to tilbagekøb af egne aktier fra Realkredit i Danmark i november 2000 blev af byretten anset for at være foretaget med besiddelse af intern viden på handelstidspunktet, men de var dog omfattet af undtagelsestilstanden jf. VPHL §35, stk. 3. Landsrettens flertal mente dog, at kontakten til Handelsbanken ikke på dette tidspunkt udgjorde intern viden og frifandt af denne grund.

Forskellen mellem byrettens og landsrettens vurdering af sagen var det sidste store tilbagekøb af egne aktier fra Realkredit Danmark d. 6. februar 2001 til børskurs 330.¹⁷³ Både byretten og landsretten fandt, at den viden om Handelsbankens fortsatte interesse i at overtage Midtbank, som bankens ledelse på dette tidspunkt havde, udgjorde intern viden. Det vil sige, at det kan konstateres, at der foreligger intern viden, som den tiltalte var i besiddelse af på handelstidspunktet. Det blev herefter nævnt, at banken havde legitime formål med at handle med egne aktier. Til sidst i dommen bliver det vurderet, hvilke forhold der taler imod, at den interne viden er blevet benyttet.

7.1.4 Formodningsreglen

Ud fra dommens opbygning, må det antages, at både Højesteret og landsrettens flertal lader beviset for besiddelse af intern viden på handelstidspunktet, skabe en formodning om at denne interne viden

¹⁷⁰ Werlauff, 2018, side 47

¹⁷¹ R&R Online, 2005, side 1

¹⁷² Betænkning nr. 1521/2010, side 66

¹⁷³ Midtbank (U.2005.948H), side 1

vil blive benyttet på handelstidspunktet ¹⁷⁴ Højesteret afsiger en dom, hvor de tiltalte blev frifundet. Hvis frifindelsen derimod var begrundet i, at anklagemyndigheden ikke havde ført de nødvendige beviser for, at den interne viden var blevet benyttet, så vil afgørelsen stadig bære præg af, at bevisførelsen var utilstrækkelig blandt andet med en konstatering i præmisserne om, at anvendelsen ikke vil blive anset som godtgjort.¹⁷⁵ I dette tilfælde blev der fremhævet en række omstændigheder, som resulterede i, at formodningen om, at den interne viden var blevet benyttet, blev afkræftet.¹⁷⁶

Når besiddelse af intern viden skaber en formodning om benyttelse af selv samme viden, skyldes dette definitionen af intern viden. ¹⁷⁷ I vurderingen af, hvorvidt en oplysning må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere aktier, er det afgørende at se på, hvorvidt en fornuftig investor vil benytte denne oplysning, som en del af grundlaget for sin investeringsbeslutning, jf. MAR artikel 7, stk. 4. Det væsentlige ved dette er, at det må forventes, at den rationel tænkende investor, vil tillægge oplysningen en betydning, hvis den blev offentliggjort i forbindelse med beslutningen om overhovedet at handle eller i forbindelse med prisfastsættelsen af værdipapiret. ¹⁷⁸

Når en person handler på et tidspunkt, hvor denne person er i besiddelse af intern viden, så vil det, som en naturlig del skabe en formodning om, at den interne viden har påvirket beslutningen om at handle.¹⁷⁹ Ifølge dommen på Midtbank sagen, er det bevist, at en formodning afhængig af de konkrete omstændigheder kan afkræftes. Da definitionen af intern viden ligger fast, så er det ikke muligt at påpege hvilke omstændigheder, der kan afkræfte denne formodning om benyttelse af intern viden, dette er afhængig af en konkret vurdering af sagen. ¹⁸⁰

Ved vurderingen af spørgsmålet af, om der er sket en overtrædelse af forbuddet og herunder om formodningen kan afkræftes, fremgår det af sidste punktum i betragtning 24 i Markedsmisbrugsforordning:

¹⁷⁴ Betænkning nr. 1521/2010, side 66

¹⁷⁵ Betænkning nr. 1521/2010, side 66

¹⁷⁶ Ibid.

¹⁷⁷ Betænkning nr. 1521/2010, side 67

¹⁷⁸ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 558

¹⁷⁹ Betænkning nr. 1521/2010, side 67

¹⁸⁰ Ibid.

”Spørgsmålet om, hvorvidt en person har overtrådt forbuddet mod insiderhandel eller forsøgt på at begå insiderhandel, bør analyseres i lyset af formålet med denne forordning, som er at beskytte integriteten af det finansielle marked og forbedre investorernes tillid, som til gengæld er baseret på en sikkerhed for, at investorerne får lige vilkår og bliver beskyttet mod misbrug af intern viden.”¹⁸¹

Højesteret anvender i forbindelse med Midtbank-sagen vendingen ”almindelig forretningsmæssig adfærd”, som kommer fra betænkning 1216/1991. For at den tiltalte kan afkræfte formodningen om benyttelse af intern viden, må der som udgangspunkt ifølge Højesteret, foreligge en almindelig forretningsmæssig adfærd.¹⁸² Hvis den tiltalte derimod udviste adfærd, som er ualmindelig eller usædvanlig, må det antages at være mere besværligt at afkræfte formodningen.

7.1.5 Momenter til afkræftelse af formodningen

Igennem denne omfattende sag, skulle der bringes mange momenter på banen for at kunne afkræfte formodningen. Nedenfor fremgår de konkrete momenter for Midtbank-sagen¹⁸³:

- Handlen skete ikke for egen vinding, men som led i en legitim beslutning om udlodning ved køb af egne aktier, som gjort året før
- Tilbagekøbet af egne aktier skyldtes en forud vedtaget beslutning
- Den interne viden var ikke særlig betydningsfuld
- Henvendelsen om handel var kommet fra Realkredit Danmarks side
- Købet blev indberettet til Fondsbørsen

Hvis de vigtigste momenter i sagen skulle fremhæves, så er der to forhold, som er væsentlige i forhold til sagen.

7.1.5.1 Første moment

Beslutningen om tilbagekøb var reelt indtruffet i forvejen samt den interne viden var ikke særlig betydningsfuld. Det vil sige, at det ene forhold vedrører beslutningen om at købe egne aktier, denne beslutning var allerede truffet på forhånd, da ledelsen inden for et par uger før, havde sendt et udkast

¹⁸¹ MAR, præambelen nr. 24

¹⁸² Midtbank (U.2005.948H), side 12

¹⁸³ R&R Online, 2005, side 2

til indkaldelsen til generalforsamling til Statstidende. I indkaldelsen var der indført et punkt om bemyndigelse til køb af egne aktier og indkaldelsen skulle indrykkes om tirsdagen d. 6. februar.¹⁸⁴ Fredag d. 2. februar blev Midtbank kontaktet af Realkredit Danmark og tilbød deres aktier med henvisning til en ældre aftale om forkøbsret, der skulle udnyttes inden fem børsdage. Hvis Midtbanks ledelse valgte at tage imod tilbuddet om at købe egne aktier, så skulle indkaldelsen ændres. Ledelsen besluttede at købe aktierne om mandagen d. 5. februar, hvor teksten på indkaldelsen blev ændret, så den kunne indrykkes dagen efter som planlagt, dog uden punktet om bemyndigelse, da det var irrelevant. Købet af egne aktier var forinden meddelt den øvrige bestyrelse, som ikke havde nogen indvendinger til dette.

7.1.5.2 Andet moment

Det andet forhold skal sammenholdes med det pressede tidsforløb, dvs. den interne viden, som man havde om forholdet til Handelsbanken, var af en usikker karakter. Ledelsen vidste kun, at Handelsbanken havde overvejet at købe Midtbank. Dette var ikke tilstrækkelig til at udgøre intern viden. Den usikkerhed, som var forbundet med denne viden, gjorde det troværdigt, at Midtbanks ledelse ikke havde tillagt den nogen betydning.¹⁸⁵ I Midtbanks tilfælde, så er disse to momenter, som formodentlig er hovedårsagen til, at Højesteret afkræftede formodning om misbrug af intern viden og herunder insiderhandel.

7.1.6 Konklusion på Midtbank-sagen

Jf. Retstilstanden i MAD, så vil det, såfremt at det kan bevises, at en person har været i besiddelse af intern viden og handlet, så medføre dette en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. Midtbank-sagen er dog blevet et eksempel på, at en formodning om benyttelse af intern viden, kan afkræftes og godtgøre, at uanset om en person er i besiddelse af intern viden, så er der ikke nødvendigvis sket en benyttelse af den viden, hermed sker der ingen overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel.

¹⁸⁴ R&R Online, 2005, side 2

¹⁸⁵ R&R Online, 2005, side 2

7.2 Georgakis-dommen (C-391/04)

Denne afgørelse illustrerer at insiderhandel forbuddet har to bestanddele, dvs. en person skal være i besiddelse af intern viden samt udnytte denne viden før at forbuddet anses for at være overtrådt. I denne sag finder EU-domstolen, at den interne viden ikke var omfattet af insiderhandel forbuddet. Selvom at denne sag er vurderet på baggrund af insiderdirektivet, så har den stadig relevans i forhold til MAR, da indholdet af insiderhandel forbuddet er videreført.

7.2.1 Resume af sagen

I november 1996 opdagede myndighederne efter en børskrise i Grækenland, at Georgakis-gruppen, der bestod af Charilaos Georgakis og nogle familiemedlemmer, handlede indbyrdes i selskaberne Paenassos og Aremke, som begge var børsnoteret, hvor de begge direkte eller indirekte var hovedaktionærer. Deres finansielle rådgivere har rådet dem til at handle indbyrdes, for at styrke kursen, hvilket markedet ikke var bekendt med.¹⁸⁶ Kursen medførte en stigning på grund af den kunstige efterspørgsel, dette vil også blive anset som kursmanipulation.¹⁸⁷ I Grækenland er både kursmanipulation og insiderhandel forbudt. Georgakis blev ikke sanktioneret for kursmanipulation, men derimod for insiderhandel.¹⁸⁸ Efter myndighedernes opfattelse, så havde Georgakis foretaget en handel med udnyttelse af intern viden, dvs. den viden, som deres finansielle rådgivere har givet dem. Georgakis klagede til første instans, som opretholdt bøden. Dommen blev anket af Georgakis og fik nu medhold, fordi appelretten fandt, at handlerne i disse tilfælde, hvor der var informationsparitet dvs., intern viden, ikke kunne udgøre insiderhandel.

7.2.2 Præjudicielle spørgsmål

Sagen blev forelagt EU-Domstolen præjudicielt efter EF- Traktatens artikel 234 (nu TEUF-artikel 267).¹⁸⁹ De præjudicielle spørgsmål gik på fortolkningen af intern viden og af forbuddet mod insiderhandel i insiderdirektivets artikel 1 og 2, som lå bag de græske regler om insiderhandel.¹⁹⁰

¹⁸⁶ Georgakis (C-391/04), side 1

¹⁸⁷ Georgakis (C-391/04), side 1

¹⁸⁸ Betænkning nr. 1521/2010, side 37

¹⁸⁹ Georgakis (C-391/04), side 1

¹⁹⁰ Betænkning nr. 1521/2010, side 37

7.2.3 Afgørelsen

EU-Domstolens afgørelse tog afsæt i, at forbuddet mod insiderhandel i insiderdirektivet forudsatte, at både besiddelse og bevidst udnyttelse af intern viden skulle være foretaget før, at en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel kunne opretholdes. EU-Domstolen fremhæver i præmis 39 i Georgakis-sagen:

” Såfremt alle medkontrahenterne i et tilfælde som det i hovedsagen omhandlede, er i besiddelse af samme viden, er de stillet lige, og denne viden er ikke længere intern for dem som led i gennemførelsen af den beslutning, der er vedtaget inden for gruppen. Under disse omstændigheder udgør de på grundlag af denne viden udførte transaktioner mellem gruppe-medlemmerne ikke en bevidst udnyttelse af intern viden i henhold til artikel 2 i direktiv 89/592, eftersom ingen af personerne kan drage fordel heraf i fordel til andre. ”¹⁹¹

7.2.4 Lige brug (Informationsparitet)

Det vil sige, at et af de væsentlige hensyn bag forbuddet mod insiderhandel, er at alle investorer foretager handler på lige vilkår. Når en sælger og en køber af værdipapirer er i besiddelse af den samme interne viden af betydning for handlen (informationsparitet), vil dette ikke blive betegnet som intern viden, da der er blevet urimeligt udnyttet i forbuddets forstand, idet parterne er stillet lige med hensyn til den viden, der ligger til grund for handlen. Handel med denne type viden udgør ikke insiderhandel efter MAD.¹⁹² Dette fremgår af EU-Domstolens afgørelse i Georgakis-sagen og dette må nu også gælde i MAR.

EU-Domstolen fastslog at aftalen udgjorde intern viden. Da alle medlemmer af gruppen af aktionærer imidlertid besad denne viden, var den ikke længere intern for dem i forhold til de handler, der var gennemført mellem dem i henhold til den gældende aftale om at styrke selskabets kunstige kurs. På baggrund af denne konkrete intern viden, så udgjorde de pågældende handler ikke en ”bevidst udnyttelse” af intern viden.¹⁹³ Det er dog vigtigt at pointere, at der foreligger informationsparitet mellem parter, der berøres af handlen. Det er kun i forholdet mellem de to parter, at der ikke foreligger insiderhandel.¹⁹⁴

¹⁹¹ Georgakis (C-391/04), præmis 38, side 14

¹⁹² Fogtdal, 2017, side 154

¹⁹³ Georgakis (C-391/04), side 16

¹⁹⁴ Fogtdal, 2017, side 154

7.3 Spector Photo Group NV -dommen (C-45/08)

7.3.1 Resume af sagen

Spector Photo Group NV er et belgisk børsnoteret selskab. Som led i deres politik om udbyttedeling havde det en aktieoptionsplan, hvorefter deres medarbejdere kunne erhverve aktier. Med henblik på at kunne opfylde deres forpligtelser i tilfælde af, at der blev gjort brug af disse optioner, havde Spector planlagt primært at anvende egne aktier og købe resten af de aktier, som der måtte udleveres på markedet.¹⁹⁵

D. 21. maj 2003 meddelte Spector, at virksomheden havde et formål om at erhverve et bestemt antal aktier for at opfylde sin aktieoptionsplan.¹⁹⁶ Spector købte i alt 27.773 aktier i perioden mellem d. 28. maj 2003 og d. 30. august 2003, dette blev dog effektueret fire på hinanden følgende ordrer, som hver omfattede 2000 aktier. Et medlem af selskabets ledelse afgav d. 11. og 13. august 2003 to ordrer, hvorefter Spector erhvervede 19.773 aktier for 9,97 EUR.¹⁹⁷ Efterfølgende havde Spector offentliggjort visse oplysninger om selskabets resultater og dets forretningspolitik, dette fik selskabets aktiekurs til at stige. Det belgiske børstilsyn CBFA traf en afgørelse om d. 28. november, at købene var effektueret på grundlag af at ordrene var afgivet d. 11 og 13. august 2003, som en overtrædelse af insiderforbuddet ifølge den belgiske ret.¹⁹⁸ Den belgiske domstol indbragte sagen præjudicielt for EU-Domstolen. Der blev forelagt 6 spørgsmål, hvor 1 af disse spørgsmål er relevant for afhandlingen.

7.3.2 Præjudicielle spørgsmål

1. Skal MAD artikel 2, stk. 1 fortolkes således, at den omstændighed alene, at en person, som har rådighed 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 den benytter den nævnte interne viden¹⁹⁹?

¹⁹⁵ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 11

¹⁹⁶ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 12

¹⁹⁷ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 13

¹⁹⁸ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 15

¹⁹⁹ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 23

7.3.3 Præjudicielle afgørelse

Jf. MAD artikel 2, så forbydes personer, der er i besiddelse af intern viden, at benytte denne viden. Men EU-Domstolen fastslår, at det af definitionen i MAD ikke fremgår, at den forbudte transaktion skal være foretaget "bevidst", idet den kun forbyder primære insidere at benytte intern viden, når de foretager en handelsordre.²⁰⁰ MAD artikel 2, fastsætter ikke udtrykkeligt subjektive betingelser for hensigten bag transaktionens materielle indhold. Dvs. den præciserer ikke om den primære insider skulle have handlet i spekulativt øjemed, skal have haft svigagtigt forsæt eller skal have handlet forsætligt eller uagtsomt. Det er i strafferetlig teori omstridt, hvorvidt det subjektive element er en del af gerningsbeskrivelsens krav om adækvans eller angår selve tilregnelsen.²⁰¹

*"Denne bestemmelse fastsætter ikke udtrykkeligt, at det skal fastslås, at den interne viden har været afgørende for beslutningen om at foretage den pågældende markedstransaktion, ligesom bestemmelsen ikke udtrykkeligt stiller krav om, at den primære insider skal have været bevidst om den fortrolige karakter af den viden, som han var i besiddelse af"*²⁰²

7.3.4 Fortolkning af bevidst udnyttelse af intern viden

Da MAD artikel 2 blev implementeret, herskede der en tvivl blandt medlemsstaternes fortolkning af udtrykket "bevidst udnyttelse", hvilket fik nogle nationale lovgivninger til at sætte et krav om et psykisk element.²⁰³ EU-Domstolen fastslår at denne bestemmelse ikke indeholder udtrykkeligt et psykisk element. Efter bestemmelsen betyder det, at der ikke er et krav om, at en person ikke skal være bevidst om, at den interne viden bliver benyttet for at insiderhandel forbuddet anses for at være overtrådt. EU-Domstolen fastslår endvidere, at en person, som foretager en markedstransaktion med besiddelse af intern viden, må denne viden anses for at være indgået i personens beslutningsproces.²⁰⁴

"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

²⁰⁰ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 31

²⁰¹ Krüger Andersen, m.fl., 2019, side 566

²⁰² Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 32

²⁰³ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 33

²⁰⁴ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 36

sådan markedstransaktion er foretaget af en gerningsmand i besiddelse af intern viden, må denne viden principielt anses for at være indgået i gerningsmandens beslutningsproces.”²⁰⁵

Dette betyder, at en person med besiddelse af intern viden højst sandsynligt vil være bevidst om sine beslutninger samt handlinger, derfor vil det psykiske element kun indgå indirekte. Virkningen af forebyggelse og administrativ sanktionering af insiderhandel vil svækkes, hvis der var en betingelse om at altid efterprøve, om der foreligger et psykisk element eller med andre ord, om en person havde benyttet sin intern viden bevidst. Ved indførelse af en effektiv og ensartet ordning til forebyggelse og sanktionering af insiderhandel for at varetage det lovmæssige hensyn til at sikre kapitalmarkedets integritet, så har EU kunne fastsætte en objektiv definition af gerningsindholdet af insiderhandel forbuddet. MAD artikel 2, indeholder ikke udtrykkeligt et psykisk element, hvilket betyder at denne bestemmelse ikke skal fortolkes sådan, at enhver primær insider, som har intern viden og denne insider foretager en markedstransaktion er uden videre omfattet af insiderhandel forbuddet.²⁰⁶ Dvs. det er ikke i alle tilfælde, hvor en person, der er i besiddelse af intern viden, vil blive betragtet som at have benyttet denne viden og i den forbindelse blive anset som at have overtrådt insiderhandel forbuddet.

I denne dom er det fastslået, at forbuddet mod insiderhandel efter MAD falder i to dele, dels skal der være tale om besiddelse af intern viden, dels skal der være tale om et misbrug af denne viden.²⁰⁷ Det er hermed fastslået, at for anvendelse af insiderforbuddet, gælder der et krav om, at den interne viden ikke blot skal besiddes på handelstidspunktet, men også misbruges ved handlen.²⁰⁸ Insiderhandel må forudsætte misbrug for at kunne udgøre et markedsmisbrug. Forbuddets afgørende karakteristika er, at der ikke må drages uberettigede økonomiske fordele af informationer til skade for tredjemand, som ikke er i besiddelse af denne viden.²⁰⁹ Hvis det kun var tilstrækkeligt at besidde intern viden for at have overtrådt insiderhandel forbuddet, så vil dette medføre en risiko for, at forbuddets anvendelsesområde udvidedes mere end hvad der er hensigtsmæssigt for at opnå formålene med MAD.²¹⁰

²⁰⁵ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 36

²⁰⁶ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 45

²⁰⁷ Krüger Andersen, m.fl., (2019), side 565

²⁰⁸ Krüger Andersen, m.fl., (2019), side 565

²⁰⁹ Betænkning nr. 1521/2010, side 44

²¹⁰ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 46

”En sådan fortolkning kunne i praksis føre til, at visse markedstransaktioner ville være forbudte, uden at de nødvendigvis skader de interesser, som det nævnte direktiv beskytter. Derfor må der sondres mellem, hvornår det at »benytte intern viden« kan skade disse interesser, og hvornår det ikke kan.”²¹¹

7.4.5 Formodningsreglen

Hvis en person er i besiddelse af intern viden, så opstår der en formodning om, at personen har benyttet denne viden. På grundlag af sagens præmisser afsagde EU-Domstolen følgende afgørelse i forhold til spørgsmål 2:

”(…)Artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 skal fortolkes således, at den omstændighed, at en person omhandlet i bestemmelsens stk. 2, som er i besiddelse af intern viden, og som direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning erhverver eller afhænder eller forsøger at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som denne viden vedrører, med forbehold for overholdelse af forsvarsrettighederne og særligt retten til at kunne afkræfte denne formodning, er ensbetydende med, at personen »benytter denne viden« i bestemmelsens forstand.”²¹²

EU-Domstolens udmelding giver anledning til at den opstået formodning kan afkræftes, hvis der ligger nogle konkrete omstændigheder til grund. Hvorvidt en person vil blive anset for at have overtrådt insiderhandel forbuddet, skal vurderes ud fra MAD's formål, som sikre kapitalmarkedets integritet og forbedre investorerne tillid, hvilket kræver at de bliver stillet på lige vilkår samt at de bliver beskyttet mod ulovlig anvendelse af intern viden.²¹³ Dette er også blev fastslået i MAR præamblen nr. 24.

²¹¹ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 46

²¹² Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 62

²¹³ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 62

7.4 Afgørelsernes betydning for udformningen af MAR

7.4.1 Forbuddet mod insiderhandel

Af Spector-dommen fremgår efter de tidligere regler om formålet med bestemmelsen af insiderhandel forbuddet:

*”Formålet med det i artikel 2, stk. 1, i direktiv 2003/6 fastsatte forbud mod insiderhandel er således at sikre, at medkontrahenterne stilles lige i en børstransaktion, hvorved man undgår, at en person, som er i besiddelse af intern viden og dermed befinder sig i en fordelagtig stilling i forhold til andre investorer, profiterer heraf til skade for den, som ikke er i besiddelse af den interne viden”*²¹⁴

Dette er også i analog med Georgakis-sagen, præmis 38. Det gældende forbud mod insiderhandel i markedsmissbrugsforordningen består således af to elementer: for det første skal en person være i besiddelse af intern viden og for det andet, så skal denne person have udnyttet denne viden.²¹⁵

7.4.2 Besiddelse af intern viden

Det fremgår af MAR artikel 8, at der ikke må foretages en række handlinger, som vedrører et finansielt instrument af personer, der er i besiddelse af intern viden. Besiddelse af intern viden forudsætter, at personen har tilegnet sig og forstået at oplysningen, kan kvalificeres som intern viden efter dennes definition. Besiddelse af intern viden i forbindelse med erhvervelse eller afhændelse af finansielle instrumenter er ikke i sig selv nok til, at forbuddet kan anses for at være overtrådt. Det må antages at den interne viden helt eller delvist må have indgået i insiderens beslutning om at handle. Dette fremgår i Spector-dommens præmis 59:

*”(…)At adgang til intern viden om et andet selskab og brug af denne viden i forbindelse med et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over dette selskab eller at foreslå en fusion med dette selskab »ikke i sig selv [bør] betragtes som insiderhandel«. ”*²¹⁶

²¹⁴ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 48

²¹⁵ Fogtdal, 2017, side 134

²¹⁶ Spector Photo Group NV (C-45/08), præmis 59

For at en person kan siges at overtræde forbuddet, skal en person, der er i besiddelse af intern viden, tillige udnytte denne viden. Forbuddet falder i to bestanddele, hvilket også fremhæves af EU-Domstolen i Georgakis-sagen og Spector Photo Group-sagen.²¹⁷

7.4.3 Udnyttelse af intern viden

Det fremgår af MAR artikel 8, at der er tale om insiderhandel, når en person med intern viden udnytter denne viden ved erhvervelse eller afhændelse af et finansielt instrument. EU-Domstolens afgørelse i Georgakis-sagen efter den tidligere retsstilling herunder MAD og insiderdirektivet, synes at være i overensstemmelse med artikel 8, og dommen viser ligesom MARs bestemmelse, at forbuddet mod insiderhandel forudsætter både besiddelse af intern viden og bevidst udnyttelse af intern viden. Retten fandt det ikke, at besiddelse af intern viden var tilstrækkeligt til at der kan ske en overtrædelse af insiderhandel forbuddet. Georgakis-sagen er også efterfølgende blevet henvist i Spector Photo Group-sagen af EU-Domstolen.²¹⁸

Insideren skal på handelstidspunktet være i besiddelse af intern viden og insideren må på dette tidspunkt ikke udnytte (misbruge) denne viden. Hvornår et brug udgør et sådant forbudt misbrug, blev fastlagt i Spector-sagen. Det er også gennem denne sag, at MAR præamblen nr. 23 har indhentet sin formulering om at dette indebærer, at den interne viden sker til skade for tredje mand.

”Det afgørende kendetegn ved insiderhandel består i, at der opnås en urimelig fordel gennem intern viden til skade for tredjemand, som ikke er i besiddelse af sådan viden, og deraf følgende undergravning af de finansielle markeders og investorernes tillid. Derfor bør forbuddet mod insiderhandel finde anvendelse, når en person, som er i en besiddelse af intern viden, opnår en urimelig fordel ved hjælp af denne viden ved at indgå markedes transaktioner i overensstemmelse med denne viden (...).”²¹⁹

Det fremgår også af Spector Photo Group-sagen, at forbuddet mod insiderhandel reelt er uændret siden første Insiderdirektiv, hvilket ses af, at EU-Domstolen i sagen citerede sin tidligere praksis fra direktivet. EU-Domstolen fremhæver i Georgakis-sagen præmis 39, som er citeret ovenfor, at et

²¹⁷ Fogtdal, 2017, side 135

²¹⁸ Fogtdal, 2017, side 135

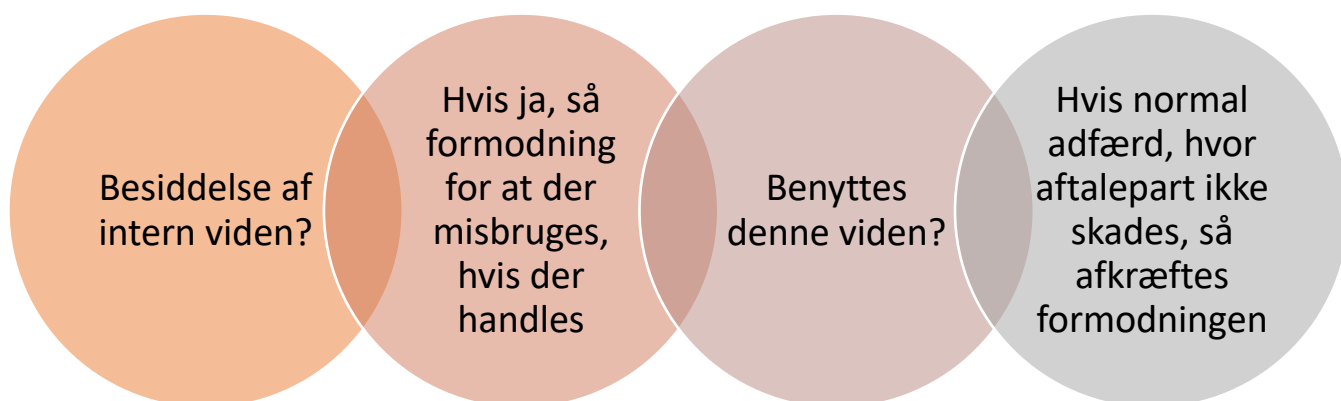
²¹⁹ MAR præamblen nr. 23

væsentligt hensyn bag insiderhandel forbuddet er at stille alle investorer lige. Definitionen af intern viden er derfor at en part (insideren) har en informationsfordel (den interne viden) i forhold til sin modpart, men hvis begge har samme viden, så foreligger der ikke en informationsfordel blandt parterne, og den intern viden er dermed ikke intern i forholdet mellem dem.

7.4.4 Bevisbyrde ved formodningsreglen

Det er som nævnt ovenfor to elementer, som skal opfyldes for, at der kan straffes for overtrædelse af insiderhandel forbuddet. I MAR præambelen nr. 24, som er citeret under Midtbank-sagen, fremgår en formodning, som er i overensstemmelse med EU-Domstolens fortolkning i Spector Photo Group-sagen efter den tidligere retsstilling. Denne formodningsregel blev også fastslået af Højesteret i Midtbank-sagen. Benyttelse af intern viden indebærer, at man søger at opnå en fordel, som den interne viden udgør, heri ligger der ikke et krav om, at fordelene faktisk opnås. I danske retstilstand, så har Midtbank-sagen efter den tidligere lovgivning (VPHL) haft en væsentlig betydning for forståelsen af bestemmelserne om besiddelse og udnyttelse.

Gældende ret må også efter vedtagelsen af MAR forstås sådan, at besiddelse af intern viden skaber en formodning for, at den interne viden er udnyttet ved handlen, medmindre der kan påvises konkrete omstændigheder, der kan tilsidesætte denne formodning, hvilket var tilfældet i Midtbank-sagen. Denne formodning kan afkræftes, såfremt det efter almindelige bevisregler godtgøres, at der ikke blev handlet på grundlag af den interne viden. Visse situationer kan kræve en tilbundsgående prøvelse af de omstændigheder, hvoraf det kan fremgå, om brugen af intern viden rent faktisk har den utilbørlige karakter, som MAR har til formål, at forbyde af hensyn til modparten. I Spector Photo Group-sagens præmis 55 og 56, fremgår der en række eksempler på situationer, hvor den omstændighed, at en primær insider, som er i besiddelse af intern viden, foretager en markedstransaktion, ikke i sig selv bør være ensbetydende med, at "benytte intern viden" i den forstad.



Figur 1: David Moalem, 2017, s. 44

Afgørelserne harmonerer fuldt ud med EU's Markedsmisbrugsforordning og dermed vil afgørelserne munde ud i samme resultat, hvis de var vurderet ud fra MAR. Formodningsreglen som blev fastslået af Højesteret i Midtbank-sagen og af EU-Domstolen i Spector Photo Group-sagen, er i dag kodificeret i markedsmisbrugsforordningens betragtning 24 og 25.

Kapitel 8: Effektiviteten af Markedsmisbrugsforordningen i Danmark

I dette kapitel diskuteres effektiviteten af MAR i Danmark effektiviteten målt i antallet af insiderhandel sager i Danmark fra 2016. Heri vil der indgå emner som sanktioner på insiderhandel området, samt hvilken rolle Finanstilsynet har for markedsmisbrug.

8.1 Finanstilsynets opgaver

I Danmark er den kompetente myndighed Finanstilsynet (FT). FT varetager tilsynet med værdipapirmarkederne i Danmark samt overvåger om de børsnoterede selskaber overholder deres forpligtelser til at offentliggøre intern viden. Der føres også tilsyn med, at der bliver offentliggjort prospekt, når der udbydes værdipapirer til offentligheden og at prospektmaterialet lever op til lovens krav. Derudover overvåger FT også markederne med henblik på at skride ind overfor markedsmisbrug herunder insiderhandel og kursmanipulation.²²⁰

8.2 Statistik over sagerne

Markedsmisbrugsforordningen trådte i kraft i Danmark den 3. juli 2016, dvs. der har været en ensretning på markedsmisbrugsområdet blandt medlemslandene af EU i 3 år i dag. Spørgsmålet er hvorvidt MAR har styrket indsatsen mod insiderhandel siden dens ikrafttrædelse. Året forinden MARs implementering viste statistikken at Finanstilsynet foretog to politianmeldelser om insiderhandel og kursmanipulation i 2015, hvilket på daværende tidspunkt var det laveste i flere år.²²¹ Antallet af politianmeldelser var faldet i forhold til årene 2008-2012, hvor der skete en række politianmeldelser i sager, som var relateret til finanskrisen. Statistikken i 2015 viste også, at antallet af påbegyndte sager særligt omkring insiderhandel var stigende. Dette kan dog virke underligt i forhold til at politianmeldelserne var faldende. FT forklarer at stigningen skyldes blandt andet at FT modtager flere anmeldelser på baggrund af alarmer fra værdipapirhandlernes automatiske overvågningssystemer og en del af disse sager kan hurtigt henlægges.²²²

²²⁰ Finanstilsynet, 2015

²²¹ Finanstilsynet, 2016

²²² Finanstilsynet, 2016

Oprettede markedsmisbrugssager

År**	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Insiderhandel	21	33	32	25	36	45	38	46	59	100	87	95	161
- Heraf ifm. whistleblower-ordning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	1	4
- Heraf videregivelse af intern viden	4	2	3	2	13	4	9	3	8	4	1	0	0
- Heraf sendt til udenlandske myndigheder	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27	43	65
Markedsmanipulation	13	27	28	38	46	40	50	54	47	33	37	78	62
- Heraf ifm. whistleblower-ordning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	6	6
- Heraf strakskursmanipulation	-	-	-	-	7	4	2	0	0	1	0	0	0
- Heraf sendt til udenlandske myndigheder	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9	6	15
Forespørgsler fra udenlandske myndigheder	11	8	13	18	9	33	13	25	29	19	26	17	19
I alt	45	68	73	81	91	118	101	125	135	152	150	190	242

Politianmeldelser*

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Insiderhandel	2	4	19	20	8	8	6	2	4	1	8	0	1
- Heraf videregivelse af intern viden	0	0	5	5	3	4	2	0	0	1	2	0	1
Markedsmanipulation	8	7	16	21	59	27	14	4	5	1	10	2	1
- Heraf strakskursmanipulation	-	-	-	-	10	4	0	0	0	0	1	0	0
Politianmeldelser sendt til SØIK	10	11	35	41	67	35	20	6	9	2	18	2	2

*Flere politianmeldelser kan være indeholdt i én sag.

** Observationerne de enkelte år er ikke nødvendigvis direkte sammenlignelige, da der er benyttet forskellige opgørelsesmetoder i perioden.

Figur 2: Finanstilsynet, 2019b

Statistikken for overtrædelse af regler på kapitalmarkedet efter MARs implementering viste, at FT foretog 18 politianmeldelser af markedsmisbrug i 2016, hvilket var på det højeste niveau siden 2012.²²³ Antallet af politianmeldelser kan variere over tid, men i 2016 var det noget højere end de forudgående år, faktisk var det på samme niveau som i årene inden finanskrisen.²²⁴ FT foretog igen 2 politianmeldelser, som i år 2015. I 2017 blev der oprettet 190 sager om potentielt markedsmisbrug herunder insiderhandel og markedsmanipulation. Disse sager bliver oprettet, når bankerne eller markedspladserne indberetter mistænkelige handler, derudover opretter FT også en sag, hvis en borger henvender sig om en mistanke om markedsmisbrug.²²⁵ I 2018 blev der oprettet 242 sager om potentielt markedsmisbrug, dette er en stigning fra 190 sager i 2017, dette skyldes flere sager om eventuel insiderhandel, selvom at der sket en stor stigning på området, så var antallet af politianmeldelser det samme som i 2017.²²⁶ Finanstilsynets forklaring på flere sager i 2018 peger på, at udenlandske myndigheder har videresendt flere sager til FT om mulig markedsmisbrug i danske værdipapirer. De har dog også selv oprettet flere sager på baggrund af deres markedsovervågning. Derudover har Finanstilsynet modtaget flere indberetninger fra de danske værdipapirhandlere, hvor de har haft mistanke

²²³ Finanstilsynet, 2017

²²⁴ Finanstilsynet, 2017

²²⁵ Finanstilsynet, 2018

²²⁶ Finanstilsynet, 2019

om mulig markedsmisbrug i udenlandske værdipapirer, disse sager er dog sendt videresendt til de relevante udenlandske myndigheder.²²⁷

Ud fra den ovenstående tabel kan det konkluderes, at antallet af oprettede sager hos finanstilsynet har været stigende siden 2006, dog markant stigende siden 2016. Markedsmisbrugsforordningen er en af de mest betydningsfulde reguleringsinitiativ inden for kapitalmarkedsområdet. Men om det har virket i praksis, er svært at tyde, da der ikke er foretaget flere politianmeldelser end antallet af oprettede sager. Det er dog også svært at drage en konklusion ud fra finanstilsynets undersøgelse, da de fleste oprettede sager, kommer af alarmer fra værdipapirhandlernes automatiske overvågningssystemer, hvilket gør, at det ikke giver et retvisende billede. Derudover har udenlandske myndigheder videresendt flere sager til Finanstilsynet om mulig markedsmisbrug i danske værdipapirer. Disse udenlandske myndigheders indberetninger, har ikke altid indgået i Finanstilsynets statistikker, derfor kan dette også skyldes den markante stigning. I forbindelse med udarbejdelsen af denne afhandling, blev Finanstilsynet kontaktet for at få en uddybelse af statistikken af overtrædelse af kapitalmarkedets regler for 2018. På grund af de skærpede regler af tavshedspligten, var det dog ikke en mulighed at få en forklaring på de sager som var blevet oprettet.²²⁸ Det er i denne sammenhæng også vigtigt at pointere, at Finanstilsynets overvågning afspejler, at markedsmisbrug og manglende eller fejlagtige oplysninger kan få alvorlige konsekvenser for markedstilliden og kan medføre tab for investorer.²²⁹ Dette kan dog tyde på, at MAR ikke mindsker antallet af insiderhandel sager.

Den amerikanske finanstilsyn (SEC) har den samme rolle, som Finanstilsynet i Danmark.²³⁰ SEC har i forbindelse med FBI udarbejdet en psykologisk profil af insideren, hvor de har taget udgangspunkt i de mest kendte finansielle kriminelle i USA. Kendetegnene på en typisk insider ser således ud:

- En kontrollerende personlighed
- Overgearet og ekstremt aggressiv.
- Karisma og charmerende.
- Hævngerrig.
- Grådig.
- Magthungrende
- Følelse af intellektuel overlegenhed

²²⁷ Finanstilsynet, 2019

²²⁸ Bilag 1

²²⁹ Finanstilsynet, 2019b

²³⁰ Berlingske, 2011

Disse karakteristikkere blev udformet ifølge af kritik fra offentligheden, da de mente, at myndighederne i USA ikke har fanget de finansielle forbrydere.²³¹ Det skaber dog tvivl om, hvorvidt disse profiler kan anvendes til at fange private investorer i Danmark, netop fordi private investorer indlægger handelsordrer gennem deres netbank fra deres private computer. Amerikanske eksperter mener dog, at de tegnede profiler passer fint på mange af topcheferne på Wall Street og CEO'er i de store erhvervsvirksomheder. Man kan anvende profilen på professionelle investorer eller børsanalytikere herhjemme i Danmark, dog er spørgsmålet om, hvorvidt det kan anvendes på private investorer.²³²

²³¹ Berlingske, 2011

²³² Berlingske, 2011

Kapitel 9: Konklusion

Afhandlingen tager udgangspunkt i de økonomiske rationaler for regulering af insiderhandel. Da den beskriver hvorfor, der er et behov for retlig intervention, forklaringen herfor er hensynet til at sikre kapitalmarkedets funktion. Formålet med forbuddet mod insiderhandel er at forhindre at en insider ikke snyder sin modpart ved at ikke fortælle om relevante oplysninger i forhold til aftalens vilkår. Det er forbudt for en insider at drage fordel af intern viden til skade for en modpart. En retlig intervention skal ikke kun beskytte modparten, insiderhandel har også en skadelig virkning på investorernes generelle tillid til, at markedet er fair. Derfor antages det, at hvis insiderhandel var tilladt, så vil det medføre skade på kapitalmarkedets integritet, fordi investorerne ønsker at handle og vil indregne en risikopræmie i priserne, i tilfælde af at de skulle blive snydt. Udover at beskytte modparten, så er formålet med reglerne omkring insiderhandel at beskytte kapitalmarkedets integritet samt funktion. Kapitalmarkedets primære funktion er at allokere ressourcer mellem dem, der har et overskud og dem, der har et underskud. For at kunne allokere ressourcerne på den mest effektive måde, så har adgangen til informationerne en stor betydning.

Fama Eugene redegør for, at et marked er efficient, når kurserne på markedet afspejler alle tilgængelige informationer. Fama opstillede i den forbindelse tre hypoteser, hvor han måtte erkende, at hypotesen om det efficiente kapitalmarked ikke holder ved alle niveauer af informationer. Dette skyldes at nogle personer vil være i besiddelse af monopolistisk information i form af intern viden, som kursen ikke vil afspejle. Dette gør at markedet ikke kan reflektere over intern viden og dette resultere i markedsfejl.

Gennem retlige intervention søges det at imødekomme denne markedsfejl. Reguleringen af insiderhandel kan blive set fra forskellige perspektiver, dog er det væsentlige perspektiv, det retsøkonomiske perspektiv. Det er afgørende om den nye interne viden danner ny information eller om den blot omfordeler en allerede eksisterende information. Det er ikke let at få patent på en information, da den er omkostningsfuld at producere, den er derimod lettere at videredistribuere. En information bliver anset som et offentligt gode, hvor kendetegnet er, at forbruget af en person ikke reducerer en anden persons forbrugsmulighed af godet. Et offentligt gode er en af flere typer markedsfejl, som gør det retfærdigt at regulere intern viden herunder insiderhandel, da der ellers vil blive udbudt for få af disse typer

forbrugsgoder. Hvis informationen ikke tilfører merværdi for samfundet, så har den en distributiv karakter, hvilket gør det hensigtsmæssigt, at have et forbud mod insiderhandel.

Begrebet intern viden er et vigtigt element i forbuddet mod insiderhandel. Da der ikke vil forekomme insiderhandel, hvis der ikke er intern viden tilstede. Derfor forekommer et afsnit om intern viden. Der forstås ved specifik viden, som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter, som hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på finansielle instrumenter. I MAR fremgår det af artikel 7, at kravet om kursrelevans er opfyldt, når en fornuftig investor vil benytte informationen som en del af grundlaget for investorens investeringsbeslutning.

Forbuddet mod insiderhandel er med til at forhindre at insidere misbruger intern viden til at opnå en urimelig fordel til skade for tredjemand. Der er ikke sket nogen materiel ændring i forbuddet mod insiderhandel, dog er anvendelsesområdet udvidet. Nu omfatter forbuddet mod insiderhandel også afståelse fra at handle med finansielle instrumenter. I MAR artikel 9 fremgår, hvad der er lovlig adfærd på kapitalmarkedet, da det ikke er muligt at kriminalisere alle adfærd med intern viden. Bestemmelserne omkring lovlig adfærd er med til at øge retssikkerheden på området.

Formålet med denne afhandling har været at undersøge, hvordan Markedsmisbrugsforordningen har påvirket insiderhandel. På baggrund af analyserne af afgørelserne kan det konkluderes, at overtrædelse af insiderhandel forbuddet kun kan ske, hvis den interne viden misbruges eller udnyttes, det er ikke nok i sig selv at besidde intern viden. EU- Domstolen har også stedefæstet at formodningsreglen kan afkræftes, idet formodningsreglen går ud på, at hvis en person er i besiddelse intern viden, så formodes det, at personen vil udnytte denne viden. Dog skal afkræftelsen ske ud fra en konkret vurdering af omstændighederne og kan ikke ske ud fra generelle momenter. Denne formodningsregel er i dag stedefæstet i MAR i præamblen nr. 24 og 25.

Grundet Finanstilsynets tavshedspligt er det vanskeligere at tyde, hvorvidt der kan drages konklusioner ud fra Finanstilsynets statistisk over overtrædelser af kapitalmarkedets regler. Der er dog sket en markant udvikling i antallet af oprettede insiderhandel sager efter Markedsmisbrugforordningens ikrafttrædelse, selvom forbuddet mod insiderhandel har udvidet sit anvendelsesområde. Dette kan dog tyde på, at MAR ikke mindsker antallet af insiderhandel sager. Selvom Finanstilsynets statistik

baserer sig på automatiske indberetninger fra værdipapirhandler, så er der et behov for overvågning af kapitalmarkedet for markedsmisbrug, da antallet af insiderhandel tilsyneladende er stigende. Dog skal man være opmærksom på, at de automatiske systemer hos værdipapirhandler kan have en tendens til at fange nogle situationer, hvor tilfældene ikke er kriminaliseret, hvilket gør at Finanstilsynets statistik er mindre holdbart.

Kapitel 10: Litteraturliste

EU

Traktat: Den Europæiske Unions funktionsområde (TEUF)

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

Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS FORORDNING om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), KOM (2011) 651 af 20/10/2011

EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)

Forslag til EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV^[1]_[SEP] OM INSIDERHANDEL OG KURSMANIPULATION (MARKEDSMISBRUG), KOM (2001) 281 af 30/05/2001

Dansk ret

Forarbejder:

Økonomi- og Erhvervsministeriet, Betænkning nr. 1521 om insiderhandel, juli 2010 (Benævnt: Betænkning nr. 1521/2010)

Retspraksis

Midtbank (U.2005.984H)

EU- Domstolen

Georgakis-dommen (C-391/04)

Spector Photo Group NV -dommen (C-45/08)

Bøger:

Andersen, Paul Krüger, m.fl. (2019), "Børsretten" Jurist- og økonomiforbundet. 6. udgave, 1. oplag

Fogtdal, H. (2017). "Børs strafferet." Jurist- og Økonomiforbundets forlag. 2. udgave, 1. oplag.

Hansen, Jesper Lau, Informationsmisbrug: en analyse af de centrale bestemmelser i børsrettens informationsregime, Jurist- og Økonomiforbundet, 2001

Munk-Hansen, C. (2018) "Retsvidenskabsteori" Djøf. 2. udgave, 1. oplag.

Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E. (2012) "Børs- og kapitalmarkedsret" Jurist- og Økonomiforbundets Forlag. 5. udgave, 1. oplag.

Werlauff, E og Moalem, D. (2006) "Værdipapirhandelsloven med kommentarer". Gjellerup/Gads Forlag. 1 udgave, 1 oplag.

Werlauff, E. (2018) "Kontrakter". Jurist- og Økonomiforbundets Forlag. 4 udgave, 1. oplag.

Artikler

Fogtdal, H. (2017b). "Anmeldelse af Market Abuse Regulation, Commentary and Annotated Guide, edited by Marco Venturuzzo og Sebastian Mock, Oxford University Press, 2017".

Hansen, Jesper Lau, m.fl., Ny betænkning om insiderhandel, Finans/invest, udg. nr. 296, 2010

R&R Online. (2005). "Midtbank-sagen efter Højesterets dom- status og konsekvenser"

Søgaard, Klaus m.fl. (2016) "Markedsmisbrugsforordningen – en indføring i de nye regler"

Søgaard, Klaus m.fl. (2017) "Markedsmisbrugsforordningen – hvad vi lærte af et hektisk 2016 med MAR"

Østergreen, Rasmus. (2014). "Forbuddet mod insiderhandel – et retsøkonomisk bidrag". Nordisk tidsskrift for selskabsret.

Publikationer:

David Moalem (2017). ”Markedsmisbrugforordningen – hvad er uændret og hvad er nyt”. Bech-Bruun.

Hjemmesider:

Berlingske (2011). ”Profil af en inside trader”. Hentet fra: <https://www.berlingske.dk/aktier/profil-af-en-inside-trader>

Finanstilsynet (2015). ”Finanstilsynets opgaver.” Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Om-os/Finanstilsynets-opgaver>

Finanstilsynet (2016). ”Markedsmisbrugsstatistik for 2015.” Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2016/PM-Markedsmisbrugsstatistik-2015>

Finanstilsynet (2017). ”Statistik for overtrædelse af regler på kapitalmarkederne for 2016.” Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2017/PM-Statistik-for-overtraedelse-af-regler-paa-kapitalmarkederne-2016>

Finanstilsynet (2018). ”Statistik for overtrædelse af regler på kapitalmarkederne for 2017.” Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2018/Statistik-markedsmisbrug-2017>

Finanstilsynet (2019). ”Statistik for overtrædelse af regler på kapitalmarkedet.” Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Nyheder-og-Presse/Pressemeddelelser/2019/Statistik-for-overtraedelser-af-regler-paa-kapitalmarkedet-010219>

Finanstilsynet (2019b). ”Statistik for overtrædelser af regler på kapitalmarkedet” Hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Tal-og-Fakta/Statistik/Statistik-for-overtraedelser-af-regler-paa-kapitalmarkedet>