

# OFFENTLIGGØRELSESPLOGTEN

—  
- udsættelsesmuligheden i praksis

Aalborg Universitet  
Speciale - Cand. Merc. Aud.  
af Kasper Kent Nielsen

Afleveringsdato: 31. maj 2020  
Vejleder: Erik Werlauff

## Titelblad

**Kandidatspeciale**  
Aalborg Universitet maj 2020

**Forfatter:**  
Kasper Kent Nielsen

**Vejleder:**  
Erik Werlauff

**Semester:**  
Cand.merc.aud. 10.semester Specialisering i Kapital Markedet

**Antal sider:**  
67

**Antal normalsider:**  
64

**Antal anslag:**  
153.741

---

Kasper Kent Nielsen  
Studie nr: 20173122

## Indholdsfortegnelse

<b>Titelblad</b> .....	<b>1</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>4</b>
<b>Forkortelser</b> .....	<b>6</b>
<b>Kapitel 1: Introduktion</b> .....	<b>7</b>
1.1: Indledning .....	7
1.2: Problemformulering .....	8
1.3: Afgrænsning .....	8
1.4: Metodevalg og retskilder.....	9
<b>Kapitel 2: Kapitalmarkedet</b> .....	<b>12</b>
2.1: Det reguleret marked.....	12
2.2: Multilaterale handelsfaciliteter og organiserede handelsfaciliteter .....	13
2.3: Hvad handler på et reguleret marked?.....	14
2.4: Hvad kræver det at blive optaget til handel på et reguleret marked .....	15
<b>Kapitel 3: Offentliggørelsespligten</b> .....	<b>17</b>
3.1: Straksoffentliggørelsespligtens ti bud.....	17
3.2: Den børsnoterede virksomheds oplysningspligt .....	20
<b>Kapitel 4: Intern viden</b> .....	<b>23</b>
4.1: Hvad er intern viden.....	23
4.2: Specifik viden.....	24
4.3: Ikke offentliggjort viden.....	25
4.4: Udsteder eller finansielt instrument .....	25
4.5: mærkbar betydning for kursdannelsen .....	26
<b>Kapitel 5: Daimler-dommen</b> .....	<b>27</b>
5.1: Forløbet og tidslinje for Daimler-dommen frem til afgørelsen .....	27
5.2: EU-domstolen omfortolker den tyske værdipapirhandelslov.....	28
5.3: EU-domstolens afgørelse og indflydelse på begrebet "Intern viden" .....	29
<b>Kapitel 6: Udsættelsesmuligheden, og hvordan den administreres</b> .....	<b>31</b>
6.1: Udsættelse af offentliggørelse.....	31
6.2: Administration af udsættelsesmuligheden .....	33
6.3: Udsættelsesmuligheden for finansielle virksomheder.....	35

<b>Kapitel 7: Analyse af ændringen af intern viden og dens indflydelse på straks-offentliggørelsespligten.....</b>	<b>38</b>
7.1: Fra "overvejende sandsynlighed" til "med rimelighed" .....	38
7.2: Markedsmisbrugsdirektivs overgang til Markedsmisbrugsforordningen – ny udvideret fortolkningen af begrebet "Intern viden" .....	40
7.3: Oplysningspligten forandres og udvides ved en bredere definition af intern viden.....	43
7.4: Udsættelsesmulighedens indsnævring efter Daimler.....	44
7.5: Finanstilsynets egen vurdering i forhold til MAR/ESMA's retningslinjer .....	48
7.6: Udsættelsesmuligheden for finansielle virksomheder .....	51
<b>Kapitel 8: Vurderingen om Offentliggørelsen vs udsættelse vs tilbageholdelse af intern viden.....</b>	<b>55</b>
8.1: Hvad kan tolkes som værende specifik viden?.....	55
8.2: udvidet offentliggørelsespligts fordele og ulemper.....	57
8.3: Er udsættelsesmuligheden umuliggjort for den almene udstedere. ....	60
<b>Kapitel 9: Konklusion .....</b>	<b>63</b>
<b>Litteraturliste .....</b>	<b>65</b>
Bøger .....	65
Power Point .....	65
Domme og afgørelser .....	65
Retskilder.....	65
Website: .....	66

## Abstract

The public disclosure of inside information is part of the fundamentals of a well-functioning financial market. At the same time, the financial market is crucial for general economic growth in the European union, and therefore a genuine internal market must be considered impotent for the future growth in the union. The financial market requires integrity, which can be reached through an integrated, efficient and transparent financial market. Therefore, market abuse must be avoided, because it may harm the integrity of the financial market, and furthermore harm the public confidence in the financial market. The flow of information from issuers is therefore of uttermost importance.

With the changes of the understanding of inside information, first from the European market abuse directive to the more expanded interpretation of inside information in the new Market abuse regulation, has great impact on the national regulations. The purpose of this thesis is to analyse the effects of the extended interpretation when information is of a precise enough nature that it can be inside information and furthermore its influence on the possibility of delaying the disclosure to the public.

In this thesis I will examine what the effects of the expansion of inside information have on the issuer in a financial market. The focus of the thesis is to discuss if the new market abuse regulation's impact on the amount of information that an issuer has to disclose to the public have been too comprehensive. The thesis will go in-depth with the conditions that must be met to conduct a delayed disclosure right and furthermore analyse the extension of when inside information has rendered the possibility of delaying a disclosure impossible.

The thesis will first examine what a financial market is, and then examine both an issuer's obligation to the public disclosure's inside information, aswell as describing what inside information can be described as. In addition, the thesis will examine the case known as the Daimler-verdict, which redefined the concept of inside information. With its ruling, it changes the understanding of when information was precise enough to be inside information and by that move the discloser to an earlier time.

The understanding of the examined EU regulation and court ruling will be the basis of the analysis on how the changes of when inside information occurs and how it has impacted the obligation to disclose publicly. From the analysis I can conclude that the changes of the timing of when inside information occurs have had significant influence on especially the possibility of delaying the discloser to the public.

This thesis will end with a discussion on how to either disclose, delay or detain inside information or if the extension of that can be described as inside information has rendered the possibility for delaying the discloser impassable.

## Forkortelser

EU	Den Europæiske Union
ESMA	European Securities and Market Authorities
KAP	Kapitalmarkedsloven
MAR	Markedsmisbrugsforordningen
MAD	Markedsmisbrugsdirektivet
TEUF	Traktat om Den Europæiske Unions Funktionsmåde
VHL	Værdipapirhandelsloven

## Kapitel 1: Introduktion

### 1.1: Indledning

Et stabilt finansielt marked er en hjørnesten i et velfungerende samfund. Det er særligt tydeligt under de finansielle kriser, hvor tilliden til de finansielle markeder ofte bliver udfordret.

Der er gennem længde tid kommet en opblomstring, og dermed en større interesse for at investere i værdipapirer samt nærtliggende finansielle instrumenter. Interessen for at investere er steget markant i både Danmark samt udenfor landets grænser. Der er derfor en stigende interesse i offentligheden for at sikre at handelen på de finansielle markeder foregår retfærdigt, og at der er gennemsigtighed. Dette er for at sikre at markedet fungerer optimalt, og endvidere at sikre markedets integritet. Gennem tiden har regelsættet udviklet sig, for at være tilpasset tidens fokus. Før tiden er fokuset at forhindre at der forekommer markedsmisbrug, og dette er særligt nu tydeligt med det øget fokus på intern viden<sup>1</sup>.

I år 2012 redefinerede EU-domstolen sin afgørelse i sagen C-19/11, også kaldt Daimler-dommen, hvornår oplysninger overgår til intern viden og dermed også brugen i praksis. Denne sag er med til at danne grundlag for denne afhandling. Daimler-dommens afgørelse ændrer hvornår oplysninger internt i en virksomhed, vil kunne betegnes som værende intern viden. Ændringen af intern viden har medført forandringen i europæiske og national lov.

Daimler-dommens afgørelse ender med at blive indskrevet næsten ordret i den nye markedsmisbrugsforordning, som erstattede det daværende markedsmisbrugsdirektiv i 2016. Det at en afgørelse kan tilskrives indflydelse i ændringen i hvordan europæiske lov fungerer, understreger hvor vigtigt den rettet fortolkning af intern viden er.

Det er med Markedsmisbrugsforordningens udvidelse af hvad som kan betegnes som intern viden, interessant at undersøge indvirkningen på udsteders oplysningspligt. Det er særligt interessant at undersøge hvornår oplysninger er af en specifik karakter til at skulle offentliggøres.

Den udvidet oplysningsforpligtelse som pålægges de børsnoterede selskaber at offentliggøre flere selskabsmeddelelser. Konsekvensen ved at skulle offentliggøre mere og tidligere, medfører også en accept af at de offentliggjorte oplysninger er forbundet med en øget usikkerhed end tidligere. Dette skift som udvidelsen af intern viden har medført, kan vise sig udfordrende for udstederne, da ændring er meget markant fra den tidligere fortolkning hvad intern viden er.

---

<sup>1</sup> Betænkning nr. 1521/2010, side 13.

Det er op til udstederen selv at vurdere om der skal offentliggøres eller om udsættelsesmuligheden skal og kan benyttes. Derfor vil en analyse af den øget offentliggørelsespligt være interessant, og særligt et fokus på om udsættelsesmuligheden som gives til udstederne, viser sig brugbar i praksis.

### 1.2: Problemformulering

Med udspring i debatten omkring offentliggørelsespligten og revideringen af MAR som påbegyndt november 2019, og det særlige fokus på hvordan identifikationen af intern viden har for udstederes evne til at overholde straks-offentliggørelsespligten jf. MAR art. 17. tages der derfor udgangspunkt i følgende problemformulering for at belyse problemfelt:

*En nærmere analyse af børsnoterede selskabers straks-offentliggørelsespligt, i henhold til EU's markedsmisbrugsforordningen (MAR), særligt med henblik på det udstedende selskabs mulighed for udsættelse af offentliggørelsen, herunder de krav, der stilles til selskabets ledelse og rådgivere.*

For at kunne besvare afhandlings problemformulering, vil jeg besvare følgende delspørgsmål:

- *Hvad er et reguleret markedet?*
- *Hvad er intern viden?*
- *Hvad indebærer offentliggørelsespligten?*
- *Hvordan har Daimler-dommen påvirket udformningen af Markedsmisbrugsforordningen?*
- *Hvordan har udvidelsen af begrebet "intern viden" haft indflydelse på straks-offentliggørelsespligten og udsættelsesadgangen?*
- *Hvilke konsekvenser har udvidelsen af intern viden haft for udstederens muligheder for at udsætte offentliggørelsen?*

### 1.3: Afgrænsning

Afhandlingen vil tage sit udgangspunkt i den europæiske unions regler som omhandler offentliggørelsespligten. Derfor vil afhandlingen udelukkende benytte europæiske retskilder, da afhandlingens fokus er på offentliggørelsespligten for udsteder på de danske kapitalmarkeder. Derfor afgrænses der fra at undersøge offentliggørelsespligten udenfor den europæiske union.

Der vil i afhandlingen blive redegjort for offentliggørelsespligten for udsteder på det danske kapitalmarked. Afhandlingen tager dog forbehold for udvidelsen af Markedsmisbrugsforordningen til også at omhandle og omfatte emissionskvoter, auktionsprodukter samt investeringsanalyser, da afhandling fokusere primært på offentliggørelsespligten for udsteder af hovedsagligt værdipapirer.

Markedsmisbrugsforordningens definition af begrebet intern viden er centralt. Intern viden udgør forudsætningen for, hvornår der skal offentliggøres, og særligt udvidelsen af specifik viden, som direkte konsekvens af EU-domstolens afgørelse i Daimler-dommen(C-19/11), som havde stor indflydelse på udsættelsesmuligheden. Derfor foretages der en redegørelse af begrebet ”Intern viden”, samt en redegørelse af EU-domstolens afgørelse i C-19/11 Daimler-dommen.

Afhandlingen benytter primært afgørelser, som er blevet truffet i henholdsvis i den europæiske union herunder Danmark. Afgørelserne vil primært være truffet på baggrund af de tidligere Markedsmisbrugsdirektiv, da afgørelser foretaget ud fra Markedsmisbrugsforordningen er sparsomme.

Afhandlingen vil ikke behandle strafudmålingen eller erstatningskrav, ved manglende offentliggørelse, da det strafferetslige ikke har umiddelbare relevans for afhandlingen primære problemfelt. Afhandlingen vil afgrænse sig til at analysere betingelser og love for udstedere og aktører på et reguleret marked, og dermed afgrænse sig fra at gå i dybden med markedspladsen egen regler.

#### 1.4: Metodevalg og retskilder

Afhandlingen er af den retsdogmatiske tilgang, der har til formål at beskrive og analysere på den nuværende ret i Danmark og i den europæiske union. Dette inkluderer forordninger og direktiver indenfor markedsmisbrug. Der vil ikke blive forsøgt at opstille hverken hypoteser, teser eller en arbejdshypotese. Med det retspositivistiske udgangspunkt har der i afhandlingen været benyttet den almene juridiske metode ved behandlingen af de, i afhandlingen relevante, retskilder<sup>2</sup>.

Den juridiske metode, indebærer at der gennem en proces først defineres hvilket juridiske område, afhandlingen tager udgangspunkt i, for derefter at redegøre og vurdere teorien i forhold de omkring liggende fakta, og som begrundet en konklusion eller løsning. Der vil i denne afhandling være et juridisk område, som omhandler Markedsmisbrugsforordningen, og de dertil hørende præambler, retningslinjer, bekendtgørelser samt sammen spillet med den danske Kapitalmarkedslov.<sup>3</sup>

De anvendte retskilder vil være Kapitalmarkedsloven, den tidligere Værdipapirhandelslov, Markedsmisbrugsforordningen samt det tidligere Markedsmisbrugsdirektiv, de bagvedliggende bekendtgørelser, samt retningslinjer for området. Nævnte vil blive redegjort for ud fra et objektivi standpunkt.

---

<sup>2</sup> Hansen og Werlauff, 2016, side 224

<sup>3</sup> Munk-Hansen, 2018, side 86

Den anvendte teori er primært lovgivning, som vil blive set i sammenhæng med fakta, og vil blive indsamlet gennem relevante sager og afgørelser. Dette vil ende ud i en begrundelse for afhandlingens konklusion.

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i forskellige retskilder, herunder EU-direktiver, forordninger, national-lovgivning, bekendtgørelser, retningslinjer og afgørelser. Der er dog afgrænset til retskilder med relevans til markedsmisbrug. Disse kilder vil danne grundlaget for afhandlingens problemfelt, og vil derfor blive benyttet gennem hele afhandlingen dog med en dybdegående redegørelse i de første kapitler. Dette gøres for at give læseren den fornødne forståelse for området, og denne forståelse vil derefter danne grundlaget for analysen og den efterfølgende diskussion.

Det vil ud fra den almindelige lovgivningsprocedure i EU-retten, være en rækkefølgende i lovhierarkiet, som indebærer forordning, direktiv, og afgørelse, som både er vedtaget af EU-parlamentet og Rådet på forslag af EU-kommissionen jf. TEUF art. 289. En forordning vil være rettet direkte til borgene i EU, og skal implementeres i national ret jf. TEUF art. 288, stk. 2. Dette betyder at de ikke skal indskrives i national ret, men er gældende udover national ret. Direktiver er rettet til medlemslandene, og skal implementeres i den national ret, via love som er indskrevet i national lov, jf. TEUF art. 288, stk. 3<sup>4</sup>. En afgørelse af EU-domstolen vil være bindende på tværs af alle enkeltheder, ved at angive hvem den er på myndigt. Det vil kun være disse personer eller virksomheder som afgørelsen vil være gældende for.

Afhandlingen vil tage udgangspunkt i Markedsmisbrugsforordningen (296/2014), som med sin udgivelse den 16. april, dermed erstattede det daværende markedsmisbrugsdirektiv (2003/6). Markedsmisbrugsforordningen blev indfaset i national lovgivning den 3. juli 2016. Da forordningen har indflydelse på det danske Kapitalmarked vil denne skulle vurderes, og det vil være nærliggende også at redegøre for det tidligere markedsmisbrugsdirektiv.

Da forordninger, ikke må indskrives i de nationale love, bliver den danske Værdipapirhandelslov ændret til Kapitalmarkedsloven i 2018 for at imødekomme forandringerne som MAR medfører. Ændringen skyldes tildeles at store mængder af indholdet i Værdipapirhandelsloven skulle tages ud, hvilket efterlod en relativ tom lov. Derfor blev Værdipapirhandelsloven ændret, da værdipapirhandel ikke længere var det centrale. Loven blev ændret til Kapitalmarkedsloven den 3. januar 2018. Det vil derfor stadig være nødvendigt for at danne en forståelse, at inddrage Værdipapirhandelsloven samt betænkninger samt vejledninger. Det afspejles i afhandlingen i den hierarkiske opbygning af retskilderne.

---

<sup>4</sup> TEUF, side 171

Denne overgang ændrer dermed, hvordan loven vil kunne fortolkes, og det påligger dermed de nationale myndigheder at jonglere loven, da den findes i både nationallov, Kapitalmarkedsloven, og i den europæiske forordning, markedsmisbrugsforordningen. Dette skyldes at en forordning ikke må indskrives i lov, og der dermed skal opstå et sammenspil mellem national lov og Markedsmisbrugsforordningen.

Der vil blive benyttet enkle kilder i form af artikler, som eksempel på effekten af selskabsmeddelelser i forhold til at manipulere kursen. Afhandlingen vil derfor forholde sig kritisk til disse kilder, da disse kan være farvet af forfatteren eller mediet der udgiver denne. Kilderne vil ikke indgå i de faktuelle oplysninger, men blot benyttes som eksempel.

De primære kilder gennem afhandlingen vil derfor være retskilder, og der vil derudover også blive benyttet både bøger og artikler som sekundære kilder. Der er i benyttelsen af bøger og artikler taget højde for objektivitet af bøgerne og artiklerne kan være truet af forfatterens egne holdning.

## Kapitel 2: Kapitalmarkedet

For at kunne besvare problemformuleringen er det en forudsætning at den grundlæggende forståelse er tilstede. For at kunne have en fuldstændig forståelse af straks-offentliggørelsespligten, er det en forudsætning at forstå markedet som udstederne agerer på. Det er ikke alle virksomheder, som er underlagt offentliggørelsespligten, da dette kun gøres gældende for virksomheder, som er optaget til handel på en markedsplads. Der findes flere forskellige markedspladser, dette kapitel vil gå i dybden med de mest relevante markedspladser for værdipapirer, samt omfatte en beskrivelse af hvad et reguleret marked er.

### 2.1: Det reguleret marked

Et reguleret marked defineres i direktivet for markedet for finansielle instrumenter som værende:

*”Reguleret marked»: et multilateralt system, der drives og/eller forvaltes af en markedsoperatør, som — inden for systemet og under iagttagelse af faste regler — sætter forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter i forbindelse med hinanden eller befordrer dette på en sådan måde, at det medfører indgåelse af en aftale om finansielle instrumenter, der er optaget til handel efter dette markeds regler og/eller systemer, og som er meddelt tilladelse og fungerer efter forskrifterne samt afsnit III i dette direktiv”<sup>5</sup>*

Et multilateralt system er et system eller facilitet, hvor forskellige udefrakommende aktører med interesse i enten at købe eller sælge finansielle instrumenter kan interagere med hinanden. Et reguleret marked er derfor en markedsplads, som drives af eller forvaltes af en markedsoperatør, hvor der kan handles finansielle instrumenter som fx værdipapir. I Danmark kan dette være fondsbørsen som drives af NASDAQ. Et reguleret marked skal drives efter den danske Kapitalmarkedslov, som indeholder de fællesregler som gør sig gældende for en række markedspladser, hvor de specifikke regler for et reguleret marked er at finde i kapitalmarkedsloven kapitel 11-14.<sup>6</sup>

For at drive et reguleret marked i Danmark skal der gives tilladelse fra Finanstilsynet jf. Kapitalmarkedsloven §59, samt at driften ikke må påbegyndes, før denne tilladelse er givet. I tilladelsen til at drive et reguleret marked omfattes også alle aktiviteter i forbindelse med optagelse af finansielle instrumenter til handel, samt behandling og formidling af ordrer. Dette kunne som eksempel være at udfører og offentliggøre handler. For at få tilladelse skal kravene i Kapitalmarkedsloven §59 stk. 2 være opfyldt, hvor blandt andet der er krav til ledelsen og bestyrelsen samt ejernes kvalificeret ejerandele<sup>7</sup>.

<sup>5</sup> EU-direktivet 2014/65/EU af 15.maj 2014 markeder for finansielle instrumenter stk. 21

<sup>6</sup> Kapitalmarkedslovens kapital 11-14

<sup>7</sup> Kapitalmarkedsloven §59 stk. 1

Operatørerne skal sikre, at markedet bliver drevet på en betryggende og hensigtsmæssig måde, samt identificeres mulige interessekonflikter mellem operatøren og dens ejerkreds, overfor det regulerede markedets ordentlige funktioner. Endvidere for at sikre at reglerne for handel på markedet er gennemsikrelige, så reglerne sikre at handel foregå redeligt og korrekt.<sup>89</sup>

Det er markedsoperatørens opgave at sikre at de tekniske forhold har den rette kapacitet, og sikre en effektiv og rettidig gennemførelse af transaktionerne, og sikre en fair og ligelig behandling af markedsdeltagerne. Det er dog muligt for operatøren at inddele værdipapirer i særlige sektioner, som ses fx i C25 indekset. Det er vigtigt, at et reguleret marked råder over tilstrækkelige finansielle ressourcer. Af hensyn til markedets uafhængighed ift. De handler, der foretages på markedet, samt de risici som markedet udsættes for.

Markedsdeltagerne på et reguleret marked kan blandt andet være et fondsmæglerselskab, som har ret til at blive medlem af det regulerede marked. Dette gør sig gældende for kreditinstitutter og investeringsselskaber, der har tilladelse til, at udfører kundeordre eller handler for egen regning.

## 2.2: Multilaterale handelsfaciliteter og organiserede handelsfaciliteter

Det er ikke alle virksomheder, som er klar til at blive optaget til handel på et reguleret marked. Der kan dog stadig findes interesse i køb og salg af værdipapirer i virksomheden mellem tredjeparter, og derfor vil handelen gøres andetsteds som i et MHF. Udtrykket OTC eller over the counter er et udtryk for, at der eksisterede et organiseret marked for handel med værdipapir, som ikke var børssegnede eller måske aldrig vil blive det. Gennem den tidligere Værdipapirhandelslov blev OTC til en formel autoriserede markedsplads, et MHF, hvilket skulle drives som et reguleret marked, men blot at have en regelmæssig handel med unoteret værdipapirer, som fx kunne være mindre vækstvirksomheder eller mindre/mellemstore virksomheder jf. Værdipapirhandelsloven §40 skt. 1, dette er nu reguleret i Kapitalmarkedslovens kapitel 16.<sup>10</sup>

Organiserede handelsfaciliteter eller et OHF er ikke et reguleret marked, men stadig et multilateralt system. Det vil sige at det sætter tredjeparter købs- og salgsinteresser om obligationer, strukturere finansielle produkter, samt emissionskvoter og derivater, sammen med aftaler for øje.<sup>11</sup>

Der er flere ligheder mellem et reguleret marked og multilaterale handelsfaciliteter, hvilket kommer til udtryk i Kapitalmarkedslovens §3 nr. 2 og i Kapitalmarkedslovens kapitel 12. Den store forskel mellem de to

<sup>8</sup> Kapitalmarkedsloven §71 og 71. stk.2

<sup>9</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 115 - 116

<sup>10</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 125

<sup>11</sup> EU-direktiv 2014/65/EU, artikel 4 stk. 23

former for markedspladser er derfor ikke funktionen, da begge markedsformer er et multilateralt system, som fører handelsinteresser sammen, men mere de regulatorisk rammer, som er forskellige, da loven behandler et reguleret marked og MHF forskelligt. Kravende til en udstederende virksomhed og dens ejerkreds, hvis den ønsker at lade sine værdipapir optage til handel på et reguleret marked, kan være tunge for mindre virksomheder<sup>12</sup>.

Den udstedende virksomhed skal leve op til særlige krav om oplysningsforpligtelser, storaktionærer og regler for overtagelsestilbud, som kun er krav der stilles, hvis virksomheden ønskes optaget til handel på et reguleret marked. Alternativet for mindre virksomheder eller virksomheder der ikke ønsker at lade sig notere, på det traditionelle børsmarked eller ikke kan opfylde kravende som stilles hertil, er et MHF et alternativ. I Danmark er den danske ”iværksætter børs” First North, som drives af Nasdaq Copenhagen, blevet organiseret som værende en MHF, som primært retter sig mod mindre og mellemstore vækstvirksomheder, som ønsker at benytte en notering som middel til at anskaffe kapital<sup>13</sup>.

Et reguleret marked kan kun drives af en markedsoperatør, hvorimod en MHF og OHF kan drives af både en operatør eller et fondsmæglerselskab, som har modtaget en tilladelse hertil af Finanstilsynet. Det er muligt at opnå tilladelse for markedsoperatørende til at handle alle finansielle instrumenter på et reguleret marked og MHF. Det er blot et OHF, som er begrænset til handel med fx obligation.<sup>14</sup>

### 2.3: Hvad handels på et reguleret marked?

Et finansielt instrument kan være værdipapirer, eksempelvis aktier i virksomheder, som er optaget til handel på det regulerede marked eller en MHF. Et finansielt instrument er ikke blot aktier, men kan være en lang række forskellige finansielle handelsvare, som pengemarkedsinstrumenter, optioner, futures, swaps, og enhver anden form for derivataftale der enten skal afregnes kontant eller handels på et reguleret marked, MHF og OHF.<sup>15</sup>

Der er derfor flere forskellige handelsmuligheder for aktører, som handler på de forskellige markedspladser, om det er reguleret marked, MHF eller et OHF. Når flere forskellige finansielle instrumenter handels, er der derfor krav til hvilke virksomheder, som kan blive optaget til handel på et reguleret marked.

---

<sup>12</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 125-126

<sup>13</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 125-126

<sup>14</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 125-126

<sup>15</sup> EU-direktiv 2014/65/EU Bilag 1 afsnit C

## 2.4: Hvad kræver det at blive optaget til handel på et reguleret marked

Kapitalselskaber har to helt grundlæggende metoder til at fremskaffe kapital.

### 1. Optagelse af lån også kaldt fremmedfinansiering

Fremmedfinansiering kaldes også en egenkapitalfinansiering, som kan komme fra en større eller mindre kreds af investorer.

### 2. Børsnotering

Hvis kapitalselskabet drives som et aktieselskab er det muligt at udbyde sine aktier til en bredere kreds af investorer gennem en notering på fx en fondsbørs, dette vil i Danmark være Nasdaq Copenhagen. Det er ikke en selvfølge at et dansk aktieselskab skal noteres på en dansk børs, da børsreglerne indenfor EU gør det muligt, at virksomheden frit kan vælge at lade sig notere på et hvilket som helst EU-lands børs eller udenfor EU, dette kunne være børsen i New York.<sup>16</sup>

Der kan være mange fordele forbundet med at lade sig børsnotere, da fx adgangen til yderligere kapital bliver muligt, som kan være i form af institutionelle investorer, som eksempelvis de danske pensionskasser. Endvidere kan det være omkostningstungt, at lade virksomheden blive børsnoteret, da omkostningerne til operatøren af det reguleret marked skal have en første gangs ydelse og en løbende betaling. Dette kaldes en emissionsafgift og størrelsen af denne er afhængig af selskabets kursværdi ved afslutningen af den første handelsdag af virksomhedens aktier. Derudover er der også en årlig betaling, som betales til markedsoperatøren. Størrelsen af dette beløb er afhængig af beløbet pr. noteret mio. kr. i kursværdi, som beregnes på basis af årets gennemsnitlige kurs den sidste børsdag i året. Det er ikke kun markedsoperatøren, som skal have betaling, der skal også betales afgift til finanstilsynet som tilsyns myndighed.<sup>17</sup>

For at blive godkendt til handel på et reguleret skal operatøren sikre sig, at virksomheden som ønsker at lade sig børsnotere har et prospekt som er godkendt af finanstilsynet. Endvidere jf. Kapitalmarkedsloven §76 skal overholde EU-direktivets retningslinjerne, og som derefter skal offentliggøres ved udstedelsen til handel. Det kræver at Finanstilsynet godkender ønsket om notering på anmodning af det udstedende selskab<sup>18</sup>.

Juridisk er der fælleskabsretlighed mellem dansk og EU børsbetingelser, som overlapper og supplerer hinanden. I den danske Kapitalmarkedslov §§ 75-77, er de retslige regler for optagelse til handel på et reguleret marked beskrevet. Det er op til det reguleret markedets operatør selv at supplerer reglerne hvis nødvendigt<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 345.

<sup>17</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 353

<sup>18</sup> Kapitalmarkedsloven §76

<sup>19</sup> Kapitalmarkedsloven §§75-77

Det er operatøren af det reguleret markedes opgave at fastsætte klare, og gennemsigtige regler for at optagelsen af værdipapir til handel. Reglerne skal samtidigt sikre at handel af værdipapirerne sker på redeligt, velordnet og effektiv måde, samt at hvis det er aktier som handes er frit omsættelige.<sup>20</sup>

For at finanstilsynet kan godkende den officielle notering skal følgende krav være mødt:

- Virksomhedens forventet kursværdi for aktierne skal udgøre mindst 1 mio. euro, hvilket svarer til cirka 7,5 mio. danske kroner. Hvis dette ikke er muligt at opføre, vil selskabets egenkapital samt resultat fra seneste regnskabsår skulle udgøre 1 mio. euro.
- Selskabets generalforsamling skal være åben for pressen
- Offentliggørelse af samtlige oplysning, som Finanstilsynet kræver for at beskytte investorerne eller for at markedet kan fungere tilfredsstillende indenfor en gælden tidsfrist.
- Selskabets retlige stillinger skal være i overensstemmelse med de for selskabets gældende retsfor- skrifter.
- Aktiernes retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for aktier gældende retsfor- skrifter.
- Aktierne skal være frit omsættelige.
- Der skal være sket en tilstrækkelig spredning i offentligheden på optagelsestidspunktet.<sup>21</sup>

Når eller hvis virksomhedens ansøgning om optagelse til handel bliver godkendt, er der krav som skal følges for at sikre, at man fortsat kan blive handlet på det regulerede marked. Oplysningskravet på et reguleret marked er derfor særlig vigtigt for at sikre at markedet er retvisende, og for at sikre at handel foretages redeligt<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 358

<sup>21</sup> Bekendtgørelse om betingelser for officiel notering

<sup>22</sup> Kapitalmarkedslovens §59

## Kapital 3: Offentliggørelsespligten

Udstedere på et reguleret marked har særlige forpligtelser for at sikre at markedet fungerer effektivt og bevare sin integritet. Udstederens forpligtelser påligger dem at skulle offentliggøre oplysninger som relevante for kursdannelsen, hvilket bliver formuleret i Markedsmisbrugsforordningen artikel 17. udvidelsen af offentliggørelsespligten som sket som konsekvens af Daimler-dommen har udvidet mængden og kvaliteten af oplysninger som skal offentliggøres til markedet.

### 3.1: Straks-offentliggørelsespligten ti bud

Oplysningspligten overfor markedet er et af de essentielle vigtigste elementer i den børsretlige regulering over for markedet som helhed. Det er muligt at beskrive straks-offentliggørelsespligten med ti bud, som blive gennemgået nedenfor:

Det første bud *"Et effektivt finansmarked er et samfundsanliggende, og det skal være effektivt hele tiden."*<sup>23</sup> Dette skal forstås ud fra EU direktiv 2003/6, som omhandler markedsmisbrug og i direktivet 2003/124 der omhandler gennemførelse. Her beskrives at markedet for værdipapirhandel skal fungere gnidningsløst, og at offentligheden skal have tillid til markedet for at sikre økonomisk vægt og velstand<sup>24</sup>. Dette bud kommer til udtryk i flere domme både i dansk ret og i EU-retten. Et eksempel hvor det understeges at det finansmarked er et samfundsanlæggende kommer til udtryk dommen, UFR 2002.1531 H også kendt som Kurt Thorsen sagen<sup>25</sup>. Advokats brud på hans tavshedspligt og den efterfølgende videregivelse af fortrolige oplysninger omkring finansiel svindel. Sagens afgørelses bekræftet at det samfundsmæssige ansvar vægte tungere end advokatens tavshedspligt.<sup>26</sup>

Straks oplysnings andet bud omhandler målet med reglerne og kunne lyde således *"Forbuddene mod insiderhandel mv. Og påbuddet om straks-offentliggørelse er udslag af samme mål"*<sup>27</sup>. Formålet med straks offentliggørelsespligten er at sikrer et effektivt finansmarked, som kan fungere gnidningsløst. Dette kommer særligt til udtryk ved forbuddet mod insiderhandel, som indgår i MAR artikel 8, og et insiderforbud fungerer derfor som et præventivt sikkerhedsværn for at sikrer markederne. Selve offentliggørelsespåbuddet sikrer også markedet ved pligten til at offentliggøre intern viden straks, og dermed minimere risici for fx insiderhandel. Påbuddet om straks offentliggørelse sikrer derfor at markedet altid er ájour og samtidig forkortes den periode, hvor der er risiko for insiderhandel<sup>28</sup>.

---

<sup>23</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 6

<sup>24</sup> EU-direktiv 2003/6 betragtning (2)

<sup>25</sup> UfR 2002.1531 H

<sup>26</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 6

<sup>27</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 7

<sup>28</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 7

Det tredje bud lyder, at ”*intern viden skal offentliggøres hurtigst muligt*”<sup>29</sup>, og dette betyder i praksis at selskaber, som er optaget til handel på et reguleret marked, skal offentliggøre intern viden hurtigst muligt jf. Kapitalmarkedsloven §24. Intern viden skal derfor straks offentliggøres, når der foreligger en rimelig sandsynlighed for at konkrete forhold kan indtræde. Dette betyder, at man ikke blot skal offentliggøre når forholdet er sket, men når der er en rimelig chance for at forholdet vil ske.

Det fjerde bud, ”*offentliggørelsen kan udsættes i visse tilfælde og på visse betingelser*”. Straks offentliggørelsespligten kan udsættes, hvis betingelserne er opfyldt for det. Betingelserne for udsættelse er beskrevet i MAR artikel 17 stk. 4, og udsættelse kan benyttes så virksomhederne er sikrer mod at skulle offentliggøre intern viden som er direkte skadelig for den som fx at offentliggøre at virksomheden ligger i fortrolige forhandlinger. Der stilles skærpet krav til hvordan udsættelse muligheden skal administreres, og det er derfor en overvejelse som virksomheden skal gøre sig om udsættelsesmuligheden skal benyttes. Udsættelsesmuligheden vil blive yderlig uddybet i kapital 6: ***Udsættelsesmuligheden og hvordan den administreres.***<sup>30</sup>

Det femte bud omhandler intern viden, ”*Intern viden er (1) specifik viden, der (2) mærkbart vil kunne påvirke kursen*”<sup>31</sup>. Intern viden kan både være specifik viden, som ikke er offentliggjort og hændelser som det kan antages, vil have en mærkbar indflydelse på virksomhedens kursdannelse på markedet. Intern viden vil blive uddybet i kapital 4: ***Intern viden.***<sup>32</sup>

Det sjette bud lyder ”*mærkbarhedskriteriet styres af den fornuftige investor (bonus pater investor)*”<sup>33</sup>. Dette bud omhandler straks offentliggørelsespligten, og den viden som en fornuftig investor vil skulle bruge for at kunne foretage en velovervejet beslutning. Det vil sige viden som vil kunne have en mærkbar indflydelse på kursen. Det stiller derfor krav til, hvad der kan betegnes som intern viden, samt hvad grundlaget for den fornuftige investor beslutningsproces i forhold til hans investerings beslutninger<sup>34</sup>. Den intern viden skal derfor holdes op imod de allerede tilgængelige oplysning i offentligheden, og vurderes om den nye interne viden vil have indflydelse på investorers investeringsbeslutninger, som er dannet ud fra de tilgængelige oplysninger<sup>35</sup>.

Det syvende bud omhandler igen intern viden, men beskriver hvordan intern viden også kan ligge i de mellemlygende trin. Det syvende bud lyder ”*specifik viden kan også bestå i mellemliggende trin vedrørende*

---

<sup>29</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 8

<sup>30</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 9 - 12

<sup>31</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 13

<sup>32</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 13

<sup>33</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 14

<sup>34</sup> EU-direktiv 2003/124 artikel 1 (2)

<sup>35</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 14

*forhold, der foreligger eller 'med rimelighed' kan forventes at komme til at foreligge*<sup>36</sup>. Det syvende punkt er derfor en skærpelse af hvad der betegnes som specifik viden, og at dette selvom det ikke foreligger endnu kan risikeres at skulle offentliggøres. Det var et af de mellemliggende trin i Daimler sagen, som var grundlaget for afgørelsen, og den specifikke viden skulle have været offentliggjort tidligere. Daimler sagen vil blive uddybet i kapital 5 *Daimler-dommen*<sup>37</sup>.

Der stilles derfor krav til, at virksomheden skal offentliggøre oplysninger som ikke foreligger, men at der med rimelighed kan forventes at det kommer til at foreligge. Dette betyder at selvom forholdet ikke indtræffer vil virksomheden, stadig hvis der var en rimelig forventning om at det ville foreligge, skulle ud og offentliggøre at forholdet, og hvis det ikke indtræffer alligevel sende endnu en børsmeddelelse ud som korrigerer den første offentliggørelse.

Det ottende bud omhandler sandsynlighedsvurderinger overfor erfaringsvurderinger, og der lyder ”*om et forhold 'med rimelighed' forventes at komme til at foreligge, kræver ikke sandsynlighedsvurdering, men 'erfaring baseret på typiske hændelsesforhold'*”. Det ottende bud tydeliggør at rimelighedsvurderingen skal tages bogstavligt, og at forhold selvom der kun med rimelighed kan forventes at forelægge, ikke er et sandsynlighedsspørgsmål. Forholdet som med rimelighed kan forventes at indtræde forståelse når som forhold som er konkret og at det kan forventes at vil indtræffe. Sandsynligheden spiller en mindre rolle, end tidligere<sup>38</sup>. Der ses bort fra sandsynlighed i vurderingen om rimelighed hvorimod der i stedet for vurderes om der foreligger erfaringer, der kommer fra tidligere lignende forløb<sup>39</sup>.

Det niende bud omhandler realitetsgrundsætningen som tidligere blev forstået med at det først var specifik viden, når et forhold eller hændelse var blevet en realitet. Buddet lyder ”*realitetsgrundsætningen er ikke død, men den er omformet*”, om det omhandler den grundlæggende forståelse for hvornår i et handlingsforløb at noget går fra viden til specifik viden. Det danske finansilsyn har tidligere vendt sig mod realitetsgrundsætningen som når der var en tilstrækkelig sandsynlighed for at forhold vil indtræffe<sup>40</sup>.

Efter Daimler sagen ændres forståelsen af realitetsgrundsætning, og den fremrykkes til at der skal offentliggøres straks når et forhold foreligger med en rimelig sandsynlighed for at ville foreligge, men ikke er formaliseret endnu. Dette kunne være en købsaftale, som kun mangler at blive underskrevet som eksempel. Afventnings-aspektet i realitetsgrundsætningen er derfor blevet omformet i lyset af afgørelsen i Daimler-sagen

---

<sup>36</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 15

<sup>37</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 15

<sup>38</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 16 - 17

<sup>39</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 16 - 17

<sup>40</sup> Kendelse af 11/9 2008, årsberetningen 2008

til at blive inddelt i to præciseringer. Den første præcisering er, at de mellemliggende trin kan udgøre specifik viden og to, at vurdering af om noget vil ske ikke længere vurderes ud fra sandsynlighed men ud fra en erfaringsbedømmelse<sup>41</sup>.

Det sidste og tiende bud omhandler virksomhedens erstatningspligt og lyder ”*selskabet kan ifalde erstatningsansvar for tilsidesættelse af pligten til at straks-offentliggørelse*”. Virksomheden kan blive pålagt et stort erstatningsansvar hvis ikke offentliggørelsespligten overholdes, da det ikke kun er en påtale og bøde virksomheden kan pålægges, men investorens tab i sekundærmarkedet. Hvilket betyder at alle køb eller salg som er blevet foretaget i perioden, hvor virksomheden ikke har offentliggjort intern viden, vil kunne vende tilbage til virksomheden hvis investoren har lidt et bevisligt tab, på ikke at have haft de fornødne oplysninger til rådighed.<sup>42</sup>

### 3.2: Den børsnoterede virksomheds oplysningspligt

Værdipapir har i sig selv ingen økonomisk værdi, men repræsenterer de økonomiske krav, som ejer kan gøre gældende overfor det udstedende selskabs aktiver og indtjening. Værdipapiret vil kunne give ejeren indflydelse på selskabet i form af stemmeret på generalforsamlingen, og dermed muligheden for at influere selskabets ledelse<sup>43</sup>.

Grundlaget for investors beslutning om at købe eller sælge træffes derfor ud fra oplysningerne om selskabets forretningsmæssige og økonomiske forhold, samt de konkrete rettigheder som det enkle værdipapir giver. Der er derfor flere elementer, som har indflydelse på, hvordan et værdipapir bliver kursfastsat, og derfor er korrekte og retvisende oplysninger særlig vigtige for at markedet kan fungere. De relevante og pålidelige oplysninger om den børsnoteret virksomheds forhold, er derfor en forudsætning for at prisdannelsen på markedet for værdipapir fungerer optimalt og effektivt. Markedet kan betegnes som effektivt, hvis informationsniveauet er højt mellem de deltagende parter på markedet. Kurserne vil derfor afspejle realværdien ud fra blandt andet selskabets økonomiske forhold.<sup>44</sup>

En realistisk prisdannelse af markedets værdipapir er afhængige af informationer af betydelige og relevant karaktere hurtigt bliver formidlet til markedet, så prisdannelsen altid sker ud fra alle relevante og tilgængelige oplysninger. For at aktionærer kan foretage velovervejede beslutninger baseret på viden, skal de børsnoterede virksomheder oplyse når relevante hændelser kan indtræde. En af de mest centrale forpligtelser som en børsnoteret virksomhed har, er at stille retvisende og relevante oplysninger til rådighed for markedet, for dermed at sikre at kursdannelsen sker på en fair og fuldstændig baggrund, og dermed afspejler realværdien af

---

<sup>41</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 18 - 21

<sup>42</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 22

<sup>43</sup> Krüger Andersen, m.fl. 2019 side. 349

<sup>44</sup> Krüger Andersen, m.fl. 2019 side. 349

virksomheden. Retningslinjerne for hvordan oplysningspligten er hos de børsnoteret virksomheder er at finde i Kapitalmarkedsloven og i markedsmisbrugsforordningen (MAR). EU's markedsmisbrugsforordningen ikke må indskrives direkte i dansk lov, vil den blive suppleret af den danske kapitalmarkedslov<sup>4546</sup>.

Der er ikke ens krav til oplysningspligten, og det er afhængig af hvilken form for et multilateralt system, virksomheden handler på. Et MHF har mere lempelige regler, særligt kravene til virksomhedens løbende oplysningspligt overfor markedet lempeligere, end en virksomhed som er optaget til handel på et reguleret marked.<sup>47</sup>

Retningslinjer for oplysningspligten er formuleret i MAR artikel 17. Det er i denne artikel hvor bestemmelserne for hvornår og hvordan en børsnoteret virksomhed skal offentliggøre viden, om hændelser der kan have indflydelse på virksomheden, og hvordan dette skal kommunikeres ud til markedet. Det er formuleret i artikel 17, at en "udsteder offentliggør hurtigst mulig intern viden der direkte vedrører denne udsteder" hvilket betyder at virksomheder ikke må vente med at offentliggøre oplysning som vedrører virksomheden, for at sikre sig den bedste timing<sup>48</sup>.

En tilbageholdelse af oplysning vil resultere i at markedet har handlet på et forkert grundlag, og dette øger risikoen for insiderhandel, og vil kunne medføre erstatningskrav fra aktionærer. Oplysningspligten er derfor et værn til at sikre at markedet ajour og dermed forkorte tiden der hvor intern viden eksisterer og dermed sikre at den konkrete viden ikke kan misbruges. Jf. MAR artikel 17 stk. 1 at det fremgår at virksomheder som er optaget til handel på et reguleret marked, har en general pligt til at offentliggøre intern viden til markedet, og at udstederne også forpligter sig til at offentliggørelsen foretages hurtigst muligt. Virksomhedernes pligt til at offentliggøre intern viden hurtigt, kaldes virksomhederne "løbende Oplysningspligt".<sup>49</sup>

Udstederne har derfor pligt til at offentliggøre intern viden som direkte vedrører virksomheden selv, og det er også en af udstedernes pligter at sikre at den offentliggjorte viden er offentliggjort, på en sådan måde at offentligheden har en hurtigt, fuldstændig, korrekt og rettidig adgang. Udstederen skal sikre, at det er offentliggjort steder, hvor viden er relevant og at det er tilgængeligt for hele den europæiske union. Den børsnoteret virksomhed må ikke benytte offentliggørelsen af intern viden i forbindelse med markedsføring af dens aktiviteter, og den er udsteders pligt at have alt offentliggjort intern viden liggende tilgængelig på udsteders hjemmeside i minimum 5 år. Den børsnoteret virksomhed har også forpligtet sig til at offentliggøre udsteders

---

<sup>45</sup> Krüger Andersen, m.fl. 2019 side. 349

<sup>46</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17

<sup>47</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 127

<sup>48</sup> Markedsmisbrugsforordningen artikel 17 stk. 1.

<sup>49</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.450

årsrapport, halvårsrapport, dette er dog ikke et krav i MAR men et lovmæssigt som finder sin hjemmel i kapitalmarkedsloven<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 1

## Kapital 4: Intern viden

Dette kapitel omhandler den retstilstand, som er gældende for begrebet ”intern viden”, samt en uddybelse af hvad begrebet ”Intern viden” indebærer. Intern viden er fundamentet for et veldrevet reguleret marked, samt hvor risiciene for markedsmissbrug opstår. Det er derfor en forudsætning at have forståelse af intern viden, for at kunne have den fulde forståelse af udsættelsespligten.

### 4.1: Hvad er intern viden

Intern viden er et af kernebegreberne i flere af bestemmelserne i MAR. I MAR fremgår der to forbud, som begge er direkte forbundet til intern viden.

- Forbuddet mod insiderhandel
- Forbud mod videregivelse af intern viden.

De opstillede forbud som fremgår i MAR, bliver betegnet som værende insiderforbuddene<sup>51</sup>. Begrebet intern viden er ikke kun en betegnelse for konkret viden om en bestemt udsteder, men gælder i udstræk også viden, som kan have indflydelse på kursdannelsen. MAD-direktivet art. 1 stk. 1 definition af intern viden, hvilket er næsten tilsvarende med MARs art. 7 definition af intern viden.<sup>52</sup> En udsteder forpligter sig til at videregive intern viden til markedet, og der foreligger en klar definition af hvad intern viden er i MAR.

MAR artikel 7 nr. 1 A beskriver fire kriterier, som alle skal være opfyldt, for at viden kan betegnes som værende intern viden. De fire kriterier er som følgende:

- Specifik viden
- Direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter
- Som ikke er blevet offentliggjort
- Mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter.<sup>53</sup>

Intern viden danner derfor udgangspunktet for flere af artikler i Markedsmissbrugsforordningen. MAR artikel 17 omhandler, som beskrevet ovenfor oplysningskravende til udstederen og dermed straks oplysningspligten, som agerer værn mod ulovligvideregivelse af intern viden (MAR art. 10), insiderhandel (MAR art. 8), og som værn mod markedsmanipulation (MAR art. 13).

---

<sup>51</sup> Krüger Andersen, m.fl. 2019 side. 555

<sup>52</sup> Markedsmissbrugsdirektivet art. 1 stk. 1, nr. 1

<sup>53</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.451

#### 4.2: Specifik viden

For at en viden kan blive betegnet som være specifik viden skal den konkrete viden omhandle en række forhold, som er skete eller som med rimelighed vil indtræffe, og dette gør sig gældende også for hændelser, som med rimelighed vil indtræffe eller hændelser som er indtruffet. Der stilles krav til, at den konkrete viden er præcis nok til, at der kan drages en direkte konklusion ud fra de forhold, som den specifikke viden eller hændelse omhandler. Samt at dette vil have en forventet indflydelse på hvordan kursdannelse af det finansielle instrument sker.<sup>54</sup>

Det fremgår af MAR art. 7 stk. 2 hvornår oplysninger kan anses som værende specifik viden. MAR definerer, at specifik viden er, oplysninger, der endnu ikke er blevet offentliggjort, og som direkte eller indirekte omhandler udstedere eller flere finansielle instrumenter. Hvis oplysningerne bliver offentliggjort, vil den mærkbart kunne influere kursdannelsen på det konkrete finansielle instrument.<sup>55</sup> Før en oplysning kan blive betegnet som værende intern viden skal to af følgende forudsætninger være opfyldt.

Første forudsætninger er at oplysninger skal omhandle situationer, hvor der foreligger eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller hændelser, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, vil kunne betegnes som værende intern viden.<sup>56</sup> Det er derfor en bred definition for Specifik viden, og ikke blot viden om forhold der vil ske, men også om forhold som med rimelighed vil kunne indtræffe. Dette betyder derfor at mere usikre oplysninger om forhold, vil derfor også ud fra at denne definition også blive betegnet som værende specifik viden<sup>57</sup>.

Den anden forudsætning, er at oplysningerne som omhandler udstederen, er tilstrækkelige præcis til at en konklusion kan drages ud fra oplysningen i sammenhæng med de pågældende forhold eller begivenheders som måtte have en indvirkning på kursdannelsen. Derfor vil oplysninger, som måtte være af en mere generel karakter, ikke kunne anses som værende intern viden. Selvom kun dele af oplysningen er præcis nok til at kunne lede til en konklusion, er forudsætningen om præcision stadig opfyldt. For at vurdere om en oplysning vil kunne have en mærkbar indvirkning på kursdannelsen, er det en vurdering af om en fornuftig investor vil benytte denne viden i sin beslutning om køb eller salg.<sup>58</sup>

Sondringen mellem hvornår noget med rimelighed vil kunne indtræffe, og om det skal offentliggøres, kan forekomme vanskelige. Det at skulle præcisere, hvornår en helt række forhold eller hændelser, med

---

<sup>54</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.451-452

<sup>55</sup> Markedsmisbrugsdirektivet art. 7

<sup>56</sup> Krüger Andersen, m.fl. 2019, side 557

<sup>57</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7

<sup>58</sup> Markedsmisbrugsdirektivet art. 7

rimelighed, vil kunne indtræffe og derfor vil skulle betegnes som værende specifik viden og dermed skulle offentliggøres.

Det er derfor en løbende vurdering, som det børsnoterede selskab skal foretage før der fx indledes drøftelse om et muligt samarbejde. Det kan i sin opstartsfasen ikke være specifikt nok til at udgøre intern viden, men som drøftelserne udvikler sig, og bliver mere konkrete vil skulle offentliggøres. Det er derfor en løbende vurdering som bestemmer hvornår oplysningerne bliver specifik viden, også selvom der ikke foreligger en endelig aftale mellem parterne. Det er derfor den børsnoteret virksomheds opgave at vurdere hvornår usikre oplysninger, som indledende drøftelser er af en sådan karakter at den overgår til specifik viden, og dermed opfylder MAR artikel 7 stk. 2.<sup>59</sup>

#### 4.3: Ikke offentliggjort viden

Jf. MAR art 7 er definition af intern viden, specifik viden som endnu ikke er offentliggjort for markedet. Når den specifikke viden bliver offentliggjort, opfylder den ikke længere betingelser for intern viden, og da markedets kendskab af oplysningerne gør den til generel viden. Ved offentliggørelsen af den interne viden, forsvinder risiciene for markedsmisbrug i form af insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden.<sup>60</sup>

Viden som endnu ikke er offentliggjort vil skulle forstås i sammenhæng mellem Kapitalmarkedslovens §24, og MARs art. 17, som sammen omhandler udstederens oplysningspligt. Der sættes krav til at udstederen udbreder den interne viden hurtigt, og at der gives adgang til at den offentliggjorte viden i hele EU og i lande som EU har aftaler på det finansielle område med. Der sættes yderligere krav til udbredelsen foregår via medier, hvor det med rimelighed kan forventes at oplysninger bliver offentligt i hele EU.<sup>61</sup>

#### 4.4: Udsteder eller finansielt instrument

Intern viden omhandler to forskellige begreber. Det første begreb er oplysninger der direkte eller indirekte omhandler udsteder på et marked. Det bliver i MARs art. 3, nr. 21 defineret, at en udsteder er en retslig enhed, som både er underlagt privat og offentligret, og at en udsteder kan stille forslag om udstedelse af finansielle instrumenter. Hvis oplysningerne omhandler flere forskellige udstedere, kan oplysningerne blive betegnet som værende selskabsoplysninger.<sup>62</sup>

---

<sup>59</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.452

<sup>60</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7

<sup>61</sup> Kapitalmarkedslovens §24

<sup>62</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 3

Det andet begreb omhandler oplysninger, som omhandler finansielle instrumenter. I MAR art. 3 foretages der en henvisning til det tidligere MAD-direktiv<sup>63</sup>, for en præcis definition af hvad et finansielle instrument er. Finansielle instrumenter er ifølge MAD, bilag 1 afsnit c, en bred betegnelse for værdipapirer som aktier og obligationer, som er optaget til handel på et reguleret marked. Finansielle instrumenter er udover værdipapirer også derivater, pengemarkedsinstrumenter mm.<sup>64</sup>

#### 4.5: mærkbar betydning for kursdannelsen

En investor som handler fornuftigt vil forventes at basere sine investeringsbeslutninger på de oplysninger, som en investor har til rådighed. Vurdering af om en konkret oplysning vil have en mærkbar betydning på kursdannelsen, vil derfor skulle tage i betragtning om en rationel investor vil tage en den bestemt oplysning med i sine investeringsovervejelser<sup>65</sup>.

Vurdering af om oplysning er mærkbar vil skulle ses i sammenhæng med de allerede offentlige tilgængelige oplysning. Det skal derfor med i vurdering om oplysning vil kunne forventes, at have indflydelse set i sammenhæng med udstederens aktivitet, oplysningskildens pålidelighed, og om det kan påvirke det finansielle instrument.

---

<sup>63</sup> Direktivet 2014/65/EU)

<sup>64</sup> MAD, Bilag 1 afsnit c

<sup>65</sup> MAR, præambelen nr. 14

## Kapitel 5: Daimler-dommen

Fortolkningen af hvornår intern viden skal offentliggøres har ændret sig. Dette er sket efter, at fortolkningen af ”med rimelighed” blev slået fast af EU-domstolen i 2012 i forbindelse med sagen C-19/11 ”Markus Geltl mod Daimler AG”. Daimler-sagen blev forståelsen af, hvornår intern viden skulle offentliggøres, og fik dermed direkte konsekvenser i flere af EU-landenes fortolkning af direktivet.

### 5.1: Forløbet og tidslinje for Daimler-dommen frem til afgørelsen

Erstatningssagen mod Daimler AG tager udspring i tiden hvor den administrerende direktør tilkendegav sit ønske om at træde tilbage, overfor tilsynsrådets formand. Endvidere omhandler sagen forløbet frem til offentliggørelsen af direktørens afgang til markedet. Sagen stiller dermed spørgsmål ved om mellemliggende trin i en fremskridende proces kan udgøre specifik viden i sig selv, og dermed skal offentliggøres før end den endelige begivenhed indtræffer.

*Tidslinje over Daimler sagen 2005:*

- **6. april** adm. dir. Jürgen Schrempp tænker på at trække sig efter Daimlers generalforsamling. Er stadig bundet af sin kontrakt i 3,5 år.
- **17. maj** udtrykker ønsket om at trække til bestyrelsesformanden Hilmar Kopper
- **1. juni – 27. juli** flere direktions- og tilsynsrådsmedlemmer bliver informeret om Jürgen Schrempp ønsket om at trække sig.
- **10. juli** Daimler forbedrer en børsmeddelelse mv. Omkring direktørs fratrædelse.
- **18. juli** det formelle forslag om Jürgen Schrempp fratrædelse stilles
- **27. juli** Daimlers nomineringsudvalg indstiller til tilsynsrådet at acceptere Jürgen Schrempp afgang
- **28. juli** Tilsynsrådet vælger at acceptere Jürgen Schrempp’s afgang og udpeger i samme straks hans afløser
- **28. juli** Daimler udsender en børsmeddelelse, og som konsekvens stiger kursen straks.<sup>66</sup>

Flere investorer, her iblandt Markus Geltl, som kort forinden havde solgt sine aktier i Daimler AG, mente at den specifikke viden omkring Jürgen Schrempp’s afgang var blevet offentliggjort for sent. Markus Geltl anlæg derfor en erstatningssag mod Daimler, og henviste i den forbindelse til, at offentliggørelsen skulle være sket tidligere. Sagen mod Daimler blev efterfølgende behandlet af flere tyske domstole, som frifandt Daimler, med begrundelsen at der i tysk lov kræves at forholdet har en tilstrækkelig sandsynlighed for at indtræde i fremtiden, for at blive betegnet som være intern viden<sup>67</sup>.

<sup>66</sup> EU-sagen C-19/11 (Daimler dommen)

<sup>67</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel §13 (1)

Det vil derfor betyde, at intern viden først skulle offentliggøres, da Jürgen Schrempp fratrædt sin stilling, da den tyske tolkning af ”med rimelighed” fokusere alene på begivenheden og sandsynligheden for at begivenheden ville ske<sup>68</sup>.

Sagen blev behandlet af de tyske domstole, til den kom for den tyske højeste ret. Markedsmisbrugsforordningens forløber MAD (markedsmisbrugsdirektivet), Beskrev intern viden som værende:

*”Intern viden: specifik viden som ikke er blevet offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere af finansielle instrumenter eller et eller flere instrumenter, og som hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller op de afledte finansielle instrumenter”<sup>69</sup>*

Den tyske fortolkning af MAD-direktivets beskrivelse af intern viden og særligt betegnelsen af specifik viden, gjorde at den tyske fortolkning have tillagt sandsynlighed en alt overvejende rolle i forhold til vurdering af hvornår der var tale om intern viden, og dermed hvornår der skulle offentliggøres.

## 5.2: EU-domstolen omfortolker den tyske værdipapirhandelslov

Fortolkning af hvornår intern viden blev til specifik viden, var blevet til et sandsynlighedsspørgsmål, og derfor vurderede den tyske højesteret, at der foreligge to præjudicielle spørgsmål for EU-domstolen, hvor af det ene drejet sig om formulering af med rimelighed, med en direkte henvisning til MAD art. 1 nr. 1. I det præjudicielle spørgsmål, var der tilknyttet to undersøgsmål, som var tilknyttet hinanden. (1). Første spørgsmål var om formuleringen med rimelighed krævende en sandsynlighedsvurdering, over hvor sandsynligt det var at en begivenhed ville indtræffe. Endvidere om denne sandsynlighed blot skulle være tilstede eller om at der skulle foreligge en høj sandsynlighed. (2). Det andet spørgsmål var om der skulle foretages en ens sandsynlighedsvurdering, uden at tage begivenhedens indvirkning på kursen i betragtning<sup>70</sup>.

EU-domstolens svar til første spørgsmål var, at formuleringen ”med rimelighed” kan forventes, at der skulle foretages en samlet vurdering af, hvorvidt der foreligger en reel mulighed for at forhold eller hændelser i fremtiden, vil kunne foreligge eller indtræde. Dermed blev der ikke fra EU-domstolen præciseret i hvilken grad af sandsynlighed, der var tilstrækkelig for at opfylde betegnelse ”med rimelighed”. Endvidere foreligger der yderligere grænser, som præciserer formulering. Det er ikke krævet, at derfor foreligger bevis for at der er en overvejede ”høj sandsynlighed” for at det konkrete forhold eller begivenhed vil indtræde. Begrundelsen findes at en bevisbyrde vil kunne resultere i en svækkelse af beskyttelsen mod insiderhandel, da det ville

---

<sup>68</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen)

<sup>69</sup> Markedsmisbrugsdirektivet, art. 1 nr.1

<sup>70</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.453

være lovligt at handle på intern viden, så længe at der kun forelå en vis sandsynlighed for at den ville indtræde. Besvarelsen fra EU-domstolen skal dermed ikke fortolkes som at al viden skal offentliggøres, hvis sandsynligheden for at et forhold ville indtræde ikke er sandsynlig, og dermed kan usikker viden som fx udo-kumenterede rygter, aldrig blive specifik nok til at blive intern viden.<sup>71</sup>

Svaret på det andet underspørgsmål fra den tyske højesteret, bliver afvist af EU-domstolen med henvisning til at en sådanne fortolkning vil give et princip, hvor størrelsen af kurspåvirkningen vil have afgøre hvornår et forhold skal offentliggøres. Det blev derfor et spørgsmål om hvor kurspåvirkningen et forhold vil være. Dette vil betyde at forhold som har stor kurspåvirkning vil skulle offentliggøres selvom der foreligger en lavere sandsynlighed. Forhold som havde en lav indflydelse på kursen, vil man kunne undlade at offentliggøre før forholdet være tætte på indtræffe, med en henvis til MAD art. 1 nr. 1.<sup>72</sup>

EU-domstolen understøtter dermed, at der om en række af forhold eller begivenheder, som med rimelighed kan forventes at indtræde eller foreligger, skal offentliggøres uden at tage hensyn til indvirkningen på kursen. MAR kodificering af Daimler-sagen, må det derfor kunne antages at en mildere form i forhold til om den krævede sandsynlighed for, at et forhold eller en begivenhed vil indtræde. Det vil derfor kunne variere alt efter indvirkningen på den relevante kurs. Der er dog stadig et krav om, at alle fire kriterier for hvornår der er tale om intern viden skal være opfyldt, og dermed er vurdering om hvornår usikre oplysninger overgår til specifik viden, dette er i overensstemmelse med MAR art. 7. stk. 2.<sup>73</sup>

Der findes derfor i MAR art. 7 beskrivelse af specifik viden, at midlertidige skridt i en proces vil kunne anses som værende specifikke nok til at udgøre intern viden. Det er derfor mellemtrinde sammen med helheden som skal tillægges, betyder når viden skal vurderes specifikke nok til at udgøre intern viden<sup>74</sup>.

EU-domstolen fremsagde ikke en tidsbestemmelse på hvornår den ændret vurdering vil træde i kraft, og dermed fik afgørelsen i Daimler-sagen konsekvenser for både fremtidige sager men også sager tilbage i tiden.<sup>75</sup>

### 5.3: EU-domstolens afgørelse og indflydelse på begrebet "Intern viden"

EU-domstolens ender derfor med at bortfortolke den tyske version af MAD, da der kræves tilstrækkelige sandsynlighed for at et forhold i fremtiden vil indtræde, og dermed ikke er i linje med den korrekte forståelse omkring hvornår der er tale om specifik viden. Hvor den tyske fortolkning har vurderet specifik viden, som

---

<sup>71</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.454

<sup>72</sup> Markedsmisbrugsdirektivet art. 1 nr. 1

<sup>73</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7 stk.2

<sup>74</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.456

<sup>75</sup> Markedsmisbrugsforordning art. 7

værende når der var stor sandsynlighed for at forholdet ville indtræde, hvor imod MAD også fokusere på de mellemliggende trin i rækken af forhold eller begivenheder. EU-domstolen tolkning af hvornår der var tale om intern viden, ændre den tyske fortolkning af hvornår oplysninger blev specifik nok til at skulle offentliggøres.

Markus Geltl vandt sagen mod Daimler i den tyske højeste ret på baggrund af EU-domstolen vurdering, og at den tyske værdipapirhandelslov måtte ændres så fokus ikke alene lå på slutbegivenheden, i Daimler-sagen den adm. direktør går af, men udvidet fokuset på de mellemliggende trin også. Mellemliggende trin som specifik viden blev derefter senere indskrevet i MAR som erstatter MAD i 2016<sup>76</sup>.

MAD var et direktiv, som skulle fortolkes og implementeres i hvert medlemsland nationale lovgivning. MAR er en forordning som er en europæiske lov, men som ikke må implanteres direkte i medlemslandes lovgivning. De nationale lovgivninger vil derfor skulle udforme sine lovgivninger ud fra MAR, men ikke direkte implantere den danske lov som eksempel, men fungere i fællesskab. Dette er tydeligt i forskellen mellem den tidligere danske Værdipapirhandelslov og den nye Kapitalmarkedslov. VHL havde fortolket og implanteret MAD i sig, hvor Kapitalmarkedsloven er en national lovramme som suppleres af MAR.

Daimler-dommen fik derfor store konsekvenser for hvordan fortolkningen af specifik viden, og dermed hvornår der er tale om intern viden som skal offentliggøres. Den ændrede opfattelse blev centimeteren ved at betragtningsmåde fra Daimler blev ført ind i MAR, som i 2016 erstattede MAD.

---

<sup>76</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen)

## Kapital 6: udsættelsesmuligheden, og hvordan den administreres

Børsnoteret virksomheder, kan med udvidelsen af intern viden, blive pålagt at skulle offentliggøre mere end før Daimler-dommen. Ledelsen og eventuelle rådgiver skal derfor være indstillet på at skulle offentliggøre oplysninger til markedet, før det med overvejende sandsynlighed vil indtræde. Dette kan for flere udsteder, være skadeligt for virksomhedens legitime interesser. Hvis udstederne ligger i indledende forhandlinger, som vil kunne lide skade ved umiddelbar offentliggørelse, er derfor op til ledelsen, og dens rådgiverne at vurdere om offentliggørelsen kan udsættes efter betingelserne i MAR art. 17 stk. 4.

### 6.1: Udsættelses af offentliggørelse

Børsnoteret selskabers har pligt til at offentliggøre intern viden, som er relevant for markedet at have viden herom. Der findes en mulighed for udsteder at udsætte offentliggørelsen, hvis betingelserne for udsættelses som beskrevet i MAR art. 17 nr. 4 og Kapitalmarkedslovens §37 er opfyldt.<sup>77</sup>

En udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, hvis 1) øjeblikkelig offentliggørelse vil kunne skade udstederen og dens legitime interesser, 2) udsættelse af offentliggørelsen forventes ikke at vildlede offentligheden, 3) udstederen er i stand til at sikre oplysningers fortrolighed. Udsættelsesmuligheden kan derfor benyttes i kortveje processer men også i en langvarig proces, som kunne foregå i faser, og som har til formål at frembringe resultater i en bestemt hændelse eller et bestemt forhold.<sup>78</sup>

Børsnoteret selskaber, som har benyttet udsættelsesmulighederne, skal staks underrette finanstillsynet om benyttelsen af udsættes ved offentliggørelsen. Det er kun på anmodning fra Finanstillsynets at udstederen skal indsende en skriftlig redegørelse som dokumentere hvordan betingelserne for udsættelse har været opfyldt, gennem processen og frem til offentliggørelsen jf. Kapitalmarkedslovens §37<sup>79</sup>.

Finanstillsynet skal sikre, at offentliggørelsen kun har været udsat i den nødvendige periode, og med hensyn til markedets interesser. Hver uge skal ledelsen og dens rådgiver vurdere om forudsætningerne for udsættelses forsat er opfyldt. Hvis Finanstillsynet vurderer, at betingelserne ikke har været opfyldt gennem hele perioden for udsættelses, kan Finanstillsynet påligger udstederen straks at offentliggøre den interne viden som var udsat. Retningslinjer for ”legitime interesser”, som en udsteder kunne have, og hvormed en udsættelses af offentliggørelsen vil være en mulighed, gives der eksempler på i ESMA retningslinjer for MAR<sup>80</sup>.

---

<sup>77</sup> Kapitalmarkedsloven §37 & Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 4

<sup>78</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17

<sup>79</sup> Markedsmisbrugsforordningen art 17. nr. 4

<sup>80</sup> ESMA, MAR-retningslinjer, udsættelse af offentliggørelsen af intern viden.

Der er i ESMA retningslinjer for MAR givet seks eksempler på hændelser, hvor der udstederens legitime interesser vil kunne lide skade ved offentliggørelsen som omtales i MAR art. 17 stk. 4 litra a.<sup>81</sup>

- Udstederen udfører forhandlinger, hvor en umiddelbar offentliggørelse sandsynligvis vil kunne risikere resultatet. Sådanne forhandlinger kunne fx være i forbindelse med fusion, spaltning, overtagelse, eller et opkøb.
- Den udstedendes økonomiske situation er truet og virksomhedens fremtidig overlevelse er i alvorlig samt overhængene fare, dog uden at ligge under den gældende insolvenslovgivning, og en umiddelbar offentliggørelse vil kunne i særlig alvorlig grad skade nye potentielle samt eksisterende aktionærs interesser, ved at sætte i gangværende forhandlinger på spil og dermed risikere den økonomiske genoprettelse.
- Hvis den interne viden omhandler trufne beslutninger eller kontrakter som er udarbejde af udsteders daglige ledelse, men mangler godkendelse ifølge national lov eller udstederens vedtægter end generalforsamlingen vil det være muligt at udsætte offentliggørelsen hvis.<sup>82</sup>
  - o En umiddelbar offentliggørelse inden godkendelsen er fundet sted vil kunne risikere at have indflydelse på offentlighedens vurdering af den interne viden.
  - o Udstederen sikre sig at beslutningen træffes hurtigst muligt.
- Udsteder har udviklet et produkt eller opfindelse som en umiddelbar offentliggørelse vil kunne skade udstederens intellektuelle ejendomsret.
- Udstederen planlægger at købe eller sælge en større aktiepost i en anden enhed, og offentliggørelsen af denne specifikke viden vil kunne sætte sådanne en plan på spil.
- Udstederen har tidligere meddelt en transaktion dog med forbehold for en offentlig myndigheds godkendelse, og hvor en sådanne godkendelse er betinget af yderligere krav. Hvis en umiddelbar offentliggørelse med sandsynlighed vil kunne påvirke udstederens mulighed for at opfylde disse krav, og dermed forhindre at transaktion vil kunne blive godkendt.<sup>83</sup>

En udsteder har derfor mulighed for at udsætte deres offentliggørelse af intern viden, hvis det med sandsynlighed vil kunne skade virksomhedens aktiviteter. Udsættelsen må ikke vildlede offentligheden, og dermed sættes der krav til at en udsteder ikke benytter en udsættelse til at skjule dårlige oplysninger. MAR art. 17

---

<sup>81</sup> Markedsmisbrugsforordningen art 17

<sup>82</sup> ESMA, MAR-retningslinjer for udsættelse af offentliggørelsen.

<sup>83</sup> ESMA, MAR-retningslinjer for udsættelse af offentliggørelsen.

stk. 4 litra b, stadfæster at udsættelsesmuligheden ikke kan benyttes hvis den med sandsynlighed vil vildlede offentligheden, og EMSA beskriver i hvilke situation hvor en udsættelse vil kunne vildlede offentligheden.

- Udsteder har tidligere meldt noget ud, og ønsker at udsætte offentliggørelsen af en meddelelse om samme sag er væsentlig forskellige.
- Udsteder ønsker at udsætte offentliggørelse af tidligere offentliggjorte økonomiske mål, ikke bliver nået.
- Den interne viden som ønskes udsat, er direkte modstridende med hvad markedet kan forvente af udstederne, og som udsteder selv har underbygget gennem signaler som fx interviews eller anden form for udsteder godkendt kommunikation.<sup>84</sup>

Udsættelsesmuligheden er derfor et redskab, som udstederene kan benytte, på eget ansvar, til at beskytte dens interesser, som ville kunne influere negativt af en umiddelbar offentliggørelse. Udsættelsesmuligheden kan dog ikke benyttes til at beskyttet udstederen på markedets bekostning, og dermed skade troværdigheden og effektivitet af den pågældende markedets plads. Valget om at udsætte offentliggørelsen, er derfor en vurdering om en umiddelbare offentliggørelse af den konkrete interne viden vil kunne skade udstederens interesser, men udsættelses må ikke være på bekostning af markedet troværdighed.

## 6.2: Administration af udsættelsesmuligheden

Hvis udstederen vurderer at en udsættelse af offentliggørelsen ikke vil vildlede markedet, og udstederen kan sikre fortroligheden af oplysningerne, vil udstederen ved offentliggørelse skulle underrette Finanstilsynet via et underretningsskema.

Skemaet skal indeholde følgende oplysninger:

- Identiteten på udsteder med navn og CPR-nr.
- Identiteten på indberetter, med navn, CPR-nr, stillingsbetegnelse, telefonnummer og e-mailadresse.
- En beskrivelse af den interne viden som har været udsat, med et referencenummer til den offentliggjorte selskabsmeddeles, og den konkrete oplysning som udgjorde den interne viden.
- Tidspunktet, for beslutningen om udsættelse blev taget med dato og klokkeslæt.
- Identiteten på de fysiske personer, der havde taget del i beslutningen om udsættelse, med stillingsbetegnelse og navn<sup>85</sup>.

---

<sup>84</sup> ESMA, MAR-retningslinjer for udsættelse af offentliggørelsen.

<sup>85</sup> Website 1, 29/04/2020

Underrettelsesskemaet formål er at dokumentere, hvilke fysiske personer som er i besiddelse af inter viden, og dermed om virksomheden kan opretholde fortroligheden af den interne viden. Finanstilsynet vil derfor have mulighed for at undersøge og vurdere om det har været muligt, at den specifikke viden har været misbrug. Endvidere vil Finanstilsynet også have mulighed for at undersøge hvilke fysiske personer som vil kunne have misbrugt den udsatte oplysning via en udsættelseslog og via et underretningsskema.<sup>86</sup>

Den administrative byrde ved at benytte muligheden for udsættelse er vidtdrevne, da der stilles krav om at den løbende skriftlige redegørelse som skal udarbejdes. Denne redegørelse skal dog kun på anmodning fra Finanstilsynet skal indleveres. Der stilles fra Finanstilsynet ikke krav til i hvilken form den skriftelige redegørelses udarbejdes. Et eksempel på en skiftelige redegørelse kunne være en udsættelseslog. Den skriftelige redegørelse skal indeholde en redegørelse, som dokumentere hvorledes betingelserne for udsættelse, som beskrives i MAR art. 17 stk. 4, har været opfyldt frem til offentliggørelsen af den interne viden. Den skriftelige redegørelses skal udarbejde fra det tidspunkt, hvor beslutning om udsættelsen af offentliggørelsen bliver truffet og indtil den interne viden offentliggøres<sup>87</sup>.

Redegørelsen som kunne bestå af fx en logbog, som dokumentere den løbende vurdering om den interne viden skal offentliggøres eller om den stadig opfylder kravende for udsættelse. Hændelser som omhandler den interne viden som fx forhandlinger der finder sted, vil skulle dokumenteres og dateres, en løbende vurdering om udsættelses forsat er muligt skal datoen, og hvilke fysiske personer som er tilstede noteres. Der stilles krav til at udstederen skal have en lækageplan, og hvilke foranstaltninger som udstederen har taget for at sikre fortroligheden. Det skal fremgå i den skriftelige redegørelse hvilke informationsbarrierer udstederen har indført internt og overfor tredjemand, for at forhindre udbredelse af den interne viden til andre end dem som har brug for denne til at varetage deres normale arbejde, erhverv, eller forpligtelser hos udstederen<sup>88</sup>.

Der stilles særlig krav om at dokumentere hvilke fysiske personer som har ansvaret for at træffe beslutningen om udsættelsens begyndelse og hvornår den sandsynligvis afsluttes. De fysiske personer skal overvåger og løbende vurdering betingelserne for udsættelsen. Det vil også skulle dokumenteres hvilke fysiske personer som kan træffe beslutningen om offentliggørelse af den interne viden<sup>89</sup>.

Finanstilsynet råder de børsnoteret virksomheden til at oprette et udsættelsesberedskab, for at sikre at de børsnoteret virksomheder overholde kravende til udsættelse. Finanstilsynet råder virksomhederne til at oprette en "hændelsesbaseret insiderliste". Den børsnoteret virksomhed har pligt til at oprette en

---

<sup>86</sup> Website 1, 29/04/2020

<sup>87</sup> Website 1, 29/04/2020

<sup>88</sup> Website 2, 29/04/2020

<sup>89</sup> EU gennemførelsesforordning (EU) 2016/1055 af 29.juni 2016 art. 4 stk. 1

hændelsesbaseret insiderliste når der opstår intern viden da vurderingsprocessen skal dokumenteres, og vurderingen om offentliggøres eller om offentliggørelsen forsåt kan udsættes. Forpligtelsen findes i MAR art 18 stk. 1 litra a, pålægger udstederen at en liste over de personer som har adgang til den interne viden.

Finanstilsynet forventer at de børsnoteret virksomheden at oprette et lækageberedskab, som i tilfælde af fortroligheden ikke længere er sikret, vil kunne offentliggøre en selskabsmeddeles hurtigst muligt.

Udstederen skal forbedre en lækagemeddeles, og sikre sig at den kan godkendes hurtigt. Dette kan enten gøres ved at have en forhåndsgodkendelse fra bestyrelsen, eller ved at nedsætte et ad hoc-udvalg som har beføjelse til at godkende en selskabsmeddeles<sup>90</sup>.

### 6.3: Udsættelsesmuligheden for finansielle virksomheder

I overgangen fra Markedsmisbrugsdirektivet til Markedsmisbrugsforordningen blev der tilføjet en udsættelsesmulighed særligt for finansielle udstedere, som er kreditinstitutter og finansieringsinstitutter. Det er derfor en tilføjelse som hverken var til stede i den danske værdipapirhandelslov eller MAD, men som det blev vurderet var nødvendigt for at sikre de finansielle udstedere.<sup>91</sup>

Udsættelsesadgangen for finansielle udsteder fremgår i MAR art. 17 stk. 5 og stk. 6. Udsættelsesadgangen for udstedere som enten er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, er markant anderledes fra udsættelsesadgangen for almene udsteder, som udsætter efter MAR art. 17 stk. 4. forudsætningerne for tilføjelsen af en særlig udsættelsesadgang for kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, kan tilskrives den væsentlige rolle som der finansielle system udgøre for det samlet samfund. Det fremgår af art. 5:

*”For at bevare stabiliteten i det finansielle system kan en udsteder, som er et kreditinstitut eller et finansieringsinstitut, på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, herunder viden, som vedrører et midlertidigt likviditetsproblem, og navnlig behovet for at modtage midlertidig likviditetsstøtte fra en centralbank eller en långiver i sidste instans...”<sup>92</sup>*

Tilføjelsen af en udsættelsesadgang til de finansielle udsteder, er derfor med begrundelsen at bevare stabiliteten i det finansielle system, hvilket fremgår ordret i MAR art. 17 stk. 5. Betingelserne for at benyttet udsættelsesmuligheden er også markant anderledes end for udsættelsesadgangen jf. MAR art. 17 stk. 4. hvor udsættelsesadgangen jf. MAR art. 17 stk. 4 er meget bundet op på ikke at vildlede markedet, og at

---

<sup>90</sup> Website 2, 29/04/2020

<sup>91</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 5

<sup>92</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 5

offentliggørelsen vil skade udstederes legitime interesser, er betingelser for udsættelse jf. MAR art. 17 stk. 5 et hensynet til offentligheden og det finansielle systems stabilitet.<sup>93</sup>

Betingelserne for udsættelse af offentliggørelsen for de finansielle udsteder er:

- A. Offentliggørelse af denne interne viden indebærer en risiko for at undergrave udstederens og det finansielle systems finansielle stabilitet
- B. Det er i offentlighedens interesse at udsætte offentliggørelsen
- C. Oplysningernes fortrolighed kan sikres, og
- D. Den i stk. 3 specificerede kompetente myndighed har godkendt udsættelsen på baggrund af, at betingelserne i litra a), b) og c) er opfyldt.<sup>94</sup>

Litra A og B er betingelser som sikre offentligheden og stabilitet i det finansielle system. Da litra A og B beskriver hvordan udsættelsesmuligheden skal benyttes til at afholde oplysninger fra markedet, og dermed vildlede det for at sikre stabilitet. Hvis for kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter skulle offentliggøre alt intern viden, vil det kunne skabe mistilid til de finansielle udsteder, og dermed forværre situation. MAR art. 17 stk.5 Litra a og b står derfor som en modsætning til MAR art. 17 stk. 4 litra a og b. Hvor MAR art. 17 stk. 4 forbyder udstedere at udsætte, hvis dette kan vildlede markedet, hvor mod i Art 17 stk. 5 er en betingelse for at udsætte offentliggørelsen at det vil vildlede markedet indtil det hændelsen eller begivenheden foreligger. Realitetsgrundsætningen som blev fjernet fra specifik viden, med de mellemliggende trin, bliver benyttet i MAR art. 17 stk. 5 som betingelserne for udsættelse<sup>95</sup>.

De finansielle udsteder som enten er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, skal før udsættelse bliver foretaget have godkendelse af Finanstilsynet jf. MAR art. 17 stk. 5 litra d. Dette betyder at de finansielle udsteder, før udsættelsesmuligheden bliver benyttet, skal have godkendelse af Finanstilsynet, hvilket er direkte i modsætning til MAR art. 17 stk. 4, hvor godkendelsen af udsættelsen for almene udsteder først bliver foretaget efter udsættelsen er foretaget. Det kan derfor udledes, at hvor de almene udsteder alene er ansvarlige for betingelserne for udsættelse af offentliggørelsen er opfyldt, har de finansielle udsteder delt ansvaret med Finanstilsynet, da udsættelse ikke kan foretages, hvis Finanstilsynet vurderer at betingelserne i MAR art.17 stk. 5 ikke er opfyldt<sup>96</sup>.

Der pålægges derfor ikke samme omfang af administration for de finansielle udsteder, da det er Finanstilsynet, som egentligt skal evaluere om betingelserne for udsættelse stadig er opfyldt og ikke udstederen alene.

---

<sup>93</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 skt. 4 & 5

<sup>94</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 skt. 5 litra a - d

<sup>95</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17

<sup>96</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 6

Der er derfor betydeligt forskelle mellem udsættelsesmuligheden for almene udstedere og finansielle udsteder, hvilket til dels skyldes hensynet til markedet ikke vægter lige så meget som stabilitet i det finansielle system.<sup>97</sup>

---

<sup>97</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 6

## Kapitel 7: Analyse af ændringen af intern viden og dens indflydelse på straks-offentliggørelsespligten

Fremrykkelsen af offentliggørelse tidspunkt vil forekomme som en markant ændring, af hvordan opfattelsen af offentliggørelsespligten var før Daimler-dommen. Daimler-dommens indflydelse på MAR, har direkte indvirkning på, hvordan de europæiske kapitalmarkeder fungerer. Den øget mængde af oplysning som forekommer som følge af Daimler-dommens afgørelse fremrykning af hvornår der er tale om specifik viden, kan udfordre markedets intrigeret og troværdighed. Fokuset på mellemliggende trin som værende specifik viden, vil kunne øge mængden af ufuldstændige oplysninger som kan skabe forvirring for investorerne. Det vil i nogen tilfælde forekomme forkert for udstederne at skulle offentliggøre oplysninger, som ikke har stor sandsynlighed for at vil indtræffe.

Rådgivers roller bliver derfor at skulle kæmpe imod denne overbevisning om at undlade at offentliggøre, og vil kræve store overtaler evner for at overbeviser ledelsen om at offentliggøre er det rigtigt valg. Hermed kan offentliggørelsespligtig viden blive tilbageholdt på forkert grundlag som konsekvens af forvirringen omkring MARs udvidet offentliggørelsespligt. Udsættelsesmuligheden af intern viden har derfor fået afgørende betydning for udstederne mulighed for at sikre virksomhedens interesser, på baggrund af oplysninger som kan udsættes, men i stedet ender med at bliver tilbageholdt.

### 7.1: Fra ”overvejende sandsynlighed” til ”med rimelighed”

Der kan med EU-domstolens afgørelse i Daimler-dommen vurderes, at EU bortkaste den tyske værdipapirhandels fortolkning af hvornår der var tale om intern viden. Dette kan derfor anses som være et eksempel på, at EU-domstolen omskriver tysk lov, på baggrund af en fejlfortolkning af MAD<sup>98</sup>.

Daimler-dommens indflydelse på fortolkning og de efterfølgende næsten påtvingende ændringer i flere europæiske værdipapirhandelslove, som fx den tyske og danske. Ændringen fra Værdipapirhandelsloven til den nye Kapitalmarkedsloven kan i store træk tilskydes en general misforståelse af hvornår der med rimelighed kan forventes at et forhold formaliseres hvilket blev understøjet i MAR. Den tyske fortolknings fokus på slutbegivenheden og endvidere en fejlfortolkning af realitetsgrundsætningen. Derfor ændre den tyske værdipapirhandelslov ”med rimelighed” til overvejende sandsynlighed. Det kan antages at den tyske vurdering af usikkerheden omkring oplysninger tidligt i en række af begivenheder og kan ligge til grund for den tyske fejlfortolkning.<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 5

<sup>99</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen) slide 5

Den danske værdipapirhandelslov deler ikke den præcis samme fortolkning af realitetsprincip som den tyske værdipapirhandelslov, men de er tætliggende som set i Værdipapirhandelsloven. Det kræves fx i den danske Værdipapirhandelslov §34 stk. 3 litra B, at oplysninger for at være specifik viden, er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion ud fra de allerede offentliggjorte oplysninger. Dette er dermed en vurdering af om en oplysning vil være at betegnes som kursrelevant i sammenhæng med de allerede tilgængelige oplysning i markedet. Daimler-dommen stadfæster at oplysninger som måtte have en sandsynlighed for at forekomme skal betegnes som værende specifik viden.

Oplysningsforpligtelsen som beskrevet i VHL §27 dikterer at ”... Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret”<sup>100</sup>.

Den danske fortolkning har ikke, som den tyske version et begreb om ”overvejede sandsynlighed”, men definerer at udstederen først er forpligtet til at offentliggøre når forholdet eller hændelsen er næsten indtruffet, og dette er selvom specifikke oplysninger i VHL §34 defineres som forhold eller hændelser som foreligger eller med rimelighed kan forventes at foreligge. Begrebet ”med rimelighed” var allerede tilstede i MAD, men den tyske fortolkning havde gjort det til et sandsynlighedskriterium, hvilket var forfejlet. Daimler-dommens afgørelse bortkaster derfor den tyske fortolkning. Domstolens ”nye fortolkning” af MAD udvider derfor hvornår der er tale om specifik viden, og hvornår disse oplysninger skulle offentliggøres.

Daimler-dommen afsluttes med at redefinere hvornår der med rimelighed kan foreligge en hændelse fra tidligere fortolkninger. I stedet for et sandsynlighedsprincip, gøres vurdering af hvornår der med rimelighed kan foreligge et forhold eller hændelse til en bedømmelse ud tidligere erfaringer fra typiske hændelsesforløb<sup>101</sup>. Det vil sige, at foreligger der tidligere erfaringer, som har påvist at en konkret handling med rimelighed ville kunne udmøntes i et bestemt resultat. Flere oplysninger vil derfor være at betegne som specifik viden, og hermed accepteres der også en større mængde af usikkerhed i troværdigheden af de offentliggjorte oplysninger. EU-domstolens afgørelse ender med at vende den tyske fortolkning af sandsynlighed. Dermed vurderes kun hændelser eller begivenheder, hvor det ikke er sandsynligt at de vil indtræde. Disse forhold kan frasorteres som værende intern viden og dermed også fra at offentliggøres<sup>102</sup>.

Efter redefineringen af intern viden er det sværere at vurdere om der skal offentliggøres eller ej. Særligt er det svært for udstederne, da børsmeddelesen nu vil indeholde en vis usikkerhed. En usikkerhed, som før

---

<sup>100</sup> Værdipapirhandelsloven §27 stk. 1

<sup>101</sup> Daimler-dommen (C-19/11) præmis 44 i domstolens afgørelse.

<sup>102</sup> Daimler-dommen, sagsnr. C-19/11 præmis 48 i domstolens afgørelse.

Daimler-dommen, kunne undgås ved først at offentliggøre, når der var sikkerhed for at en hændelse ville indtræffe. Med den nye forståelse af begrebet ”Intern viden”, er der endegyldigt taget afsked med kun at have fokus på slutmålet. Der bydes velkommen til et bredere forståelse af hele processen, hvor mellemliggende trin også vægtes som værende kursrelevant<sup>103</sup>. En begivenhed kan dermed betegnes som værende specifik viden, når en investors vurdering vil kunne influeres af de mellemliggende trin i begivenhedsprocessen. En ansvarlig investors vurdering af kursdannelsen, bliver med Daimler-dommen en afgørende målestok for, hvornår der er tale om kursrelevante oplysninger. Begivenheder som ikke kan udelukkes fra at ville indtræde, vil dermed skabe flere kursrelevante oplysninger, men med en lavere grad af sikkerhed, end før Daimler-dommen og MAR.

Den nye danske Kapitalmarkedslov erstattede Værdipapirhandelsloven d. 3. januar 2018. Værdipapirhandelsloven nyfortolkede Markedsmisbrugsdirektivet som blev indskrevet i flere paragraffer. Vedtagelsen af MAR udhulede VPL, hvilket førte til Kapitalmarkedsloven. Kapitalmarkedsloven udgør sammen med MAR den fælles lovramme for markedsmisbrug.

Daimler-dommens afgørelse og redefinering af intern viden bliver med MAR lovfæstet, og dermed implementeres den nye forståelse af intern viden. Overgangen fra et direktiv til en forordning medfører, at den nationale fortolkning forsvinder, og dermed ensrettes reglerne mod markedsmisbrug. Da en forordning ikke kan indskrives i national lov, vil dette danne et ensartet europæisk værn og fjerne de forskellige nationale fortolkninger. Desuden kan det udledes af Daimler-dommen, hvordan en forfejlet fortolkning af MAD, bedrog til erstatningssagen mod Daimler AG, selvom de nationale domstole, med undtagelse af den tyske højeste ret, afgav domme til fordel for Daimler AG. Overgangen fra en sandsynlighedsvurdering til at alle oplysninger som med rimelighed kan forelægges, sætter udstederne i en ny situation, dermed skærpes kravene også for hvad og hvornår der skal offentliggøres.

## 7.2: Markedsmisbrugsdirektivs overgang til Markedsmisbrugsforordningen – ny udvideret fortolkningen af begrebet ”Intern viden”

Daimlers-dommens fokus på de mellemliggende trin, som selvstændige oplysninger, og desuden den nye status som værende specifik viden, blev afgørende i den efterfølgende europæiske retspraksis. Denne, for mange landes fejlfortolkning af Markedsmisbrugsdirektivet, var en forudsætning for den tyske fortolkning havde ændret ”med rimelighed” til ”med sandsynlighed”<sup>104</sup>.

---

<sup>103</sup> Power point: Kapitalmarkedsvirksomhed, lektion 12A slide 20 til 27.

<sup>104</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen)

Daimler-dommen ændrer dermed den grundlæggende forståelse af, hvornår en udsteder har en oplysningspligt overfor markedet. Udstederens fokus på slutmålet og ikke de mellemliggende trin, har givet markedet en mere retvisende kursdannelse. Der er dog større risiko for misbrug af oplysningerne. Offentliggørelse af intern viden ud fra den forfejlede fortolkning af MADs definition af intern viden, gjorde at offentliggørelsen første skete når en begivenhed eller oplysning med en stor sandsynlighed ville indtræde. Den efterfølgende ændring fra slutmål til mellemtrin, gør sig tydeligt i MAR artikel 7 stk. 2, nævnes ” *Ved anvendelsen af stk. 1 anses oplysninger som specifik viden, hvis de angiver en række forhold, der foreligger, eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge...* ”.<sup>105</sup>

Daimler-dommens afgørelse indskrives hermed i forordningen ved ” *hvis de angiver en række forhold* ”. MAD beskriver intern viden som værende specifik viden, som ikke er offentliggjort, og som kan have direkte eller indirekte relevans for udstederen og som vil kunne påvirke kursudviklingen<sup>106</sup>.

MADs manglende fokus på de mellemliggende trin, og at EU-medlemslandene selv skulle fortolke MAD kan være til grund for fejlfortolkning af intern viden. Den nationale fortolkning af skønnet om, hvornår der er intern viden, kan antages at være medskyldig i de tyske domstols fejlfortolkning, og dermed forfejlede afgørelse. Oplysninger bliver specifik viden ud fra en sandsynligheds vurdering, fandtes ikke korrekt men med formuleringen ”med rimelighed” lægges der op til en vurderings. EU-domstolens afgørelse i Daimler-sagen, afgjorde blot at den tyske fortolkning af hvornår der med rimelighed kunne antages at være intern viden var forkert.

Markedsmisbrugsforordningens direkte henvisning til de mellemliggende trin er derfor en indskrivning af Daimler-dommen, og kan anses som en korrigerende af den fejlfortolkning som blev vurderet før Daimler-dommen. Definitionen i MAR anses en enkle begivenhed i en række af begivenheder som værende specifik viden, hvis det kan vurderes at være en kursrelevant oplysning, blot at det ikke kan udelukkes at rækken af begivenheder vil kunne indtræde. MADs fortolkning endte ud i et realitetsprincip, hvor en begivenhed med overvejende sandsynlighed ville indtræde før det blev opfattende som værende intern viden, i Daimler-sagen er dette da direktøren træder tilbage. Realitetsprincippet bliver forkastet af EU-domstolens vurdering, da offentliggørelsen allerede skulle have fundet sted, da direktøren ytrer tanken om at gå af overfor bestyrelsesformanden. MAR tilskriver et erfaringsprincip som erstatning for realitetsprincippet, dermed vil en vurdering af at direktøren lufter lysten til at træde tilbage som værende vurderingsgrundlaget for specifik viden. Hvis en

---

<sup>105</sup> Markedsmisbrugsforordningen art 7

<sup>106</sup> Markedsmisbrugsdirektivet afsnit nr. 16

direktør ønsker at træde tilbage, vil det ikke være usandsynligt at direktøren træder tilbage, og derfor vil oplysning skulle offentliggøres ud fra den korrigeret fortolkning om intern viden<sup>107</sup>.

Markedsmisbrugsforordningens bredere definition af intern viden, fører til krav om flere og tidligere selskabsmeddelelser, da oplysningspligten er udvideret markant i MAR, i modsætning til en mere lempelig fortolkning af MAD. Erhvervslivet vil kunne finde denne nye og bredere definition af specifik viden problematisk og vil forholde sig skeptiske. Primært grundet at markedet vil blive forvirret pga. flere og tidligere børsmeddelelser, som senere kunne risikeres at skulle korrigeres, da udstederen er forpligtet til at offentliggøre tidligere. Oplysninger offentliggjort tidligere, er dermed offentliggjort med en større usikkerhed om at oplysningen vil formalisere, og dermed indtræde.

Den offentlige forvirring omkring hvornår definition af intern viden, og hvornår der skal offentliggøres, er kommet til udtryk i retssalen. I EBH-sagen, fremsagde EBH fonden forsvarer at EBH-banken havde benyttet fondsbørsmeddelelserne til at prale af driften med formidlingen af ejendomsinvestering og derfor opjusteret resultaterne for regnskabsåret 2007<sup>108</sup>. Sagen forholder sig til, at EBH-banken opkøber otte tyske ejendoms-kommanditselskaber, hvor EBH opkøber dem og samler dem i et samlet 100% ejet datterselskab ISI 6. ISI 6 ejendomsportefølje bestod af ni butikcentre til en værdi af 185 euro. EBH-banken udsendte en fondsbørsmeddelelse, hvor den meddeler at EBH-banken opjusteret resultatet for regnskabsåret i marts 2007 måned, pga. markant vækst i formidlingen af ejendomsinvesteringer.<sup>109</sup> EHB-banken udsender i oktober en fondsbørsmeddelelse, hvor regnskabsresultatet opjusteres igen. Her henvises til at EBH-banken havde solgt 50% af dens konsolideret tyske K/S portefølje ISI 6 til Eik-fonden.<sup>110</sup>

Det blev fra EBH-fondens advokat, procederet/argumenteret at EBH-banken blot havde benyttet fondsbørsmeddelerne til at prale med den positive udvikling. Med Daimler-dommen blev det fastslået at mellemliggende trin udgøre intern viden, og hvilket er forfejlet. Daimler-dommens afgørelse om, at offentliggøre mellemliggende trin og dermed at EBH-banken ikke ”pralede”, men faktiske overholde sin oplysningspligt overfor markedet. EBH-fondens advokat havde derfor en forfejlet forståelse af offentliggørelsespligten efter Daimler. Denne antagelse om at EBH-banken blot pralede, påviser dermed at den udvidelse af intern viden som var resultat af Daimler-dommen, kunne være svær at forene med den foregående fortolkning.

MAR pålægger virksomhederne at offentliggøre oplysninger, som kan opfylde kravene for at være specifik viden. Det kan være at direktøren overvejer at træde tilbage, eller at udstederen ligger i forhandling om at sælge et datterselskab, her vil begge forekomster som udgangspunkt skulle offentliggøres. Overvejelser og

---

<sup>107</sup> Kapitalmarkedsvirksomhed: Power point, slide 26

<sup>108</sup> Dom: V.L.B-0258-11,

<sup>109</sup> Dom: V.I.B-0258-11, side 13

<sup>110</sup> Dom: V.I.B-0258-11, side 24

forhandlinger er kursrelevante oplysninger, medmindre udsættelsesmuligheden benyttes, skal udstederen offentliggøre næsten uanset usikkerheden.<sup>111</sup>

### 7.3: Oplysningspligten forandres og udvides ved en bredere definition af intern viden

Oplysningspligtens grundlæggende rolle er at sikre et velinformeret kapitalmarked, og derfor er tolkningen af intern viden essentielt. Markedsmisbrugsforordningens skærpede definition af intern viden, efterlader følgende udstederne med flere forpligtelser overfor markedet ud fra den tidligere Værdipapirhandelsloven. Selvom definitionen af intern viden ikke bliver omskrevet fra MAD til MAR, ændres fortolkningen til en udvidet definition. Udstederne tidligere forståelse af begrebet intern viden, og dens oplysningspligt skal derfor ændres markant. Ændringen sker ved omformning af Realitetsgrundsætning, og heri en omformning af afventnings-aspektet. Det vil sige at der skal straks-offentliggøres, selvom begivenheden ikke har formaliseret sig endnu<sup>112</sup>. Omformningen af realitetsgrundsætningen sker gennem fokus på de mellemliggende trin og introduktion af erfaringsbedømmelsen, som erstatning for sandsynlighedsvurderingen<sup>113</sup>. Realitetsgrundsætningen havde været en fast del af den danske værdipapirhandelslov, men med omformningen af forståelsen af realitetsgrundsætningen blev den tidligere ikke videreført efter MAR, særligt pga. fremrykningen af offentliggørelsestidspunktet.<sup>114</sup>

Efter Daimler-dommen pålægges det udstederne at opretholde deres oplysningspligt, og at skulle straks-offentliggøre med henvisning til de mellemliggende trin som specifik viden og redefineringen af Realitetsprincippet. Udstederens usikkerhed om at offentliggøre oplysning, som ikke er formaliseret endnu, er derfor et aspekt som skal inddrages. Selvom en hændelse ikke er formaliseret endnu, udgør den intern viden. Dette er om det er indledende forhandlinger om køb af en virksomhed eller om en manglende formel godkendelse af repræsentantskabet på en generalforsamling. Hændelserne som disse vil udgøre intern viden da de sandsynligvis vil indtræde, også selvom resultat ikke er sikkert. Udstederne skal for at sikre at markedet har adgang til relevante oplysninger hurtigste muligt, i sin korrekte og i sin fuldkommenhed<sup>115</sup>.

Den skønsmæssige vurdering af intern viden forsvinder fra Værdipapirhandelslovens med tilføjelsen af de mellemliggende trin, og der kan derfor skabes forvirring omkring fortolkningen af forholdenes nye markedsmisbrugsforordningen. Fremrykningen af offentliggørelsestidspunktet vil derfor kunne få flere udstedere til vurdere, at der endnu ikke er tale om specifik nok viden til at offentliggøre. Dette kan skyldes at realitetsgrundsætningen i sin tidligere form omfang betegnelse af offentliggørelsestidspunkt er ændret. Udvidelsen til at inddrage mellemliggende trin, samt at vende sandsynlighedsvurderingen om, kan vurderes at være langt

---

<sup>111</sup> Kapitalmarkedsvirksomhed: Power point, slide 27

<sup>112</sup> Werlauff Power point: Dansk forening for selskabsret (Daimler-dommen)

<sup>113</sup> Kapitalmarkedsvirksomhed: Power point 12B

<sup>114</sup> Werlauff bog (børs- og kapitalmarkeder) s. 460 – 461.

<sup>115</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17

fra den tidligere forståelse af hvornår der var tale om specifik viden. Et forkert udgangspunkt, i forståelse af den nye definition af intern viden, medfører hermed også at udsættelsesmuligheden ikke bliver benyttet i det rette omfang.

#### 7.4: Udsættelsesmulighedens indsnævring efter Daimler

I Værdipapirhandelslovens §33b stk.2 som omhandler udsættelsesmuligheden, og tillægger særligt hensyn til vurderingen om udsættelse på baggrund af transaktionens størrelse og type. MAD gav kun minimumskravet. De enkle medlemslande i EU kunne derfor vælge at vedtage skærpet love til at regulere udsættelse, og dermed kunne der forekomme forskelle imellem EU-medlemslandene. Markedsmisbrugsdirektivet beskriver, som Markedsmisbrugsforordningen, at en udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen, hvis dette kan gøres fortroligt og ikke vil vildlede markedet, og dermed kunne skade udstederens legitime interesser<sup>116</sup>. Forskellen er den gældende definition af intern viden, som afgør om udsættelse er muligt ud fra de gældende krav som gives i MAR. Før MAR var det op til finanstillstyret at fastsætte de nærmere regler for udsættelse, som beskrevet i Værdipapirhandelsloven §33 stk. 4. Hvorimod kravene for udsættelse efter vedtagelsen af MAR flytter beslutningsprocessen fra de enkle medlemslande til at have de fælles retningslinjer dikteret af ESMA<sup>117</sup>. Ophævelse af MAD og indførelsen af MAR i 2018 skaber hermed nye fælles retningslinjer, som vil ensrette loven i EU og gøre sager, som Daimler mod Geltd nemmere at afgøre.

Udsættelsesmuligheden fra at straks-offentliggøre intern viden, som kunne skade legitime interesser hos udstederen vil kunne skabe forvirring. Udstederen vil derfor risikere at foretage fejlvurdering om oplysningerne er specifikke nok til at udgøre intern viden, og derfor umiddelbart skal offentliggøres, da MAR udvider begrebet. Markedsmisbrugsforordningens omvendte sandsynlighedskriterium, hvor der er tale om specifik viden, hvis det er sandsynligt at en hændelse ikke vil ske, er en modsætning af den definition i MAD<sup>118</sup>. Dette besværliggør udstedernes vurdering af hvornår den interne viden indtræf.

Der lægges hermed op til, at udsættelsesmuligheden skal benyttes til at beskytte udstederen mod at offentliggøre oplysninger, som vil kunne skade dens legitime interesser, men skærper samtidig kravene for at kunne udsætte. Udsættelsen skal foretages for udstederens eget ansvar, og da der ikke foreligger en mulighed for, at rådfører sig med Finanstillstyret om udsættelsen opfylder kravene jf. MAR art. 17 stk. 4 litra a, b og c. Formuleringen af MAR art. 17 stk. 4 er mere rettet mod et hensyn til beskyttelsen af investorerne samt sikre markedets funktion, herunder at prisdannelsen på markedet foretages på et ufuldkomment grundlag i udsættelsesperioden. Det at prisdannelsen ikke foretages ud fra et fuldstændig grundlag vil kunne skade markedets funktion og dennes integritet, da prisdannelsen ikke vil afspejle den reelle værdien af aktien. Undtagelse fra

---

<sup>116</sup> Markedsmisbrugsdirektivet art. 6 stk. 2

<sup>117</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 10

<sup>118</sup> Kapitalmarkedets virksomheder: Power Point 12B, slide 16

at straks-offentliggøre, må derfor formodes at blive fortolket som værende indskrænkende<sup>119</sup>. Der tillægges derfor yderlige vigtighed i at udsættelsen er foretaget på en konkret og sagligt begrundet vurdering.

De tre forudsætning som skal være opfyldt for at en udsættelse vurderes til at være foretaget lovlig, er som tidligere beskrevet i MAR art. 17 stk. 4 litra:

- a) Straks-offentliggørelses vil kunne skade de legitime interesser
- b) Udsættelses må ikke vildlede markedet
- c) Udstederen er i stand til at sikre fortroligheden af den intern viden<sup>120</sup>

Det første krav, som beskrives i Litra a dikterer at, for at kunne foretage en udsættelse vil en umiddelbar offentliggørelse kunne skade udstederens legitime interesse. En legitim interesse bliver beskrevet, som værende fx hvis udstederen ligger i forhandling, og hvor en umiddelbar offentliggørelse med overvejende sandsynlighed vil kunne skade forhandlingerne<sup>121</sup>. Dermed vil en udsteder, hvor der er foreliggende en sandsynlighed for at en offentliggørelse vil kunne skade handlingen, kunne benytte sig af udsættelsesmuligheden.

Der angives eksempler som forhandling om overtagelse, fusion, spaltning, hvor en udstederens forhandlinger vil kunne lide skade ved en offentliggørelse. Forhandlinger om opkøb eller overtagelse af en anden tilsvarende børsnoteret konkurrent, vil kunne svække udstederens forhandlingsposition, ved et tilbud som giver en eventuelle overkurs. Den sælgende udsteder vil ved en offentliggørelse, derfor kunne forvente en fornyet interesse for deres aktier, som med udsigt til en overtagelse med en købspris på overkurs. Det vil derfor være i den købende udsteders interesse, at forhandlingerne og særligt dens indhold forbliver fortrolig, og at der først foretages en offentliggørelse ved en endelig aftale.

Der kan også opstå en situation, hvor udstederens interesse kan skades, hvis der foreligger en sandsynlighed for at forhandlingerne bliver offentligt kendt, samt at den sælgende virksomhed afbryder forhandlingerne.<sup>122</sup>

Begrebet "legitime interesser" kan løst oversættes til at betyde lovlige interesser, og derfor vil en udsteder kunne redegøre for en bred mængde af intern viden, som vil kunne udsættes fra en umiddelbar offentliggørelse. MAR art. 17 stk. 4 litra A giver i vid udstrækning en definition af, hvad der kan betegnes som værende legitime interesser, og giver hermed udstederen en sikkerhed fra at skulle offentliggøre mellemliggende trin så ofte. Situationer hvor en offentliggørelse vil kunne skade udstederens lovlige interesser, giver derfor

---

<sup>119</sup> Krüger Andersen mf. s.443

<sup>120</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 4

<sup>121</sup> ESMA, MAR-retningslinjer: udsættelse af offentliggørelsen af intern viden 5, 1, 8.

<sup>122</sup> Kapitalmarkedsvirksomheder: lektion 12B, slide 18

udstederen en udvej fra at foretage en offentliggørelse før hændelsen er indtrådt, og dermed bevare en smule af realitetsprincippet. Hvis de to yderlige forudsætninger er opfyldt, kan der foretages en lovlig udsættelse.<sup>123</sup>

Det kan formodes at udvidelsen af udsættelsesadgangen som følge af MAR, og med en bredere definition af intern viden, også vil omfatte en øget mængde af oplysninger hvor der forekommer ringere sandsynlighed for foreligge.

Den øget mængde af oplysninger, som stammer fra tidlige mellemliggende trin, kan skabe forvirring på markedet. Det kan antages, at markedet bliver oversvømmet med fondsboersmeddelelser og dermed nye oplysninger som investorerne inddrage i deres vurdering om kursdannelsen. Det kan derfor tolkes og desuden formodes at EU-lovgiverne påtænker, at usikker viden kan udsættes fra at offentliggøres, for ikke at vildlede markedet unødigt<sup>124</sup>. ESMA fremlagde eksempler på, hvornår en udsættelse vil kunne vildlede markedet, og ud fra disse kan litra b tolkes som værende en simpel overvejelse, men bør ikke undervurderes. Udstederen vil derfor, i dens overvejelser om udsættelse, skulle inddrage om der verserer rygter om sagen i offentligheden, og hvormed en tavs udsteder vil kunne vildlede markedet.<sup>125</sup>

Udstederens vurdering af, om betingelserne for udsættelse er opfyldt, vil derfor skulle indregne de offentlige tilgængelige oplysninger, og vurdere om en udsættelse af den konkrete specifikke viden vil kunne vildlede markedet. Det kan derfor forekomme som en selvfølge, at allerede offentliggjorte oplysninger harmonere med den udsatte viden. Dette kan være forfejlet, da verserende rygter også har indflydelse på markedets forventninger til udstederen.<sup>126</sup>

Udstederens pligt til at korrigere offentliggørelser, som i lyset af den nye interne viden, vil kunne skabe misforståelser i sammenhæng med oplysninger der allerede er tilgængelige for markedet. Muligheden for udsættelse vil ikke kunne benyttes, hvis der foreligger rygter, hvor den interne viden vil kunne være opklarende for. Dermed er en udsættelse ikke mulig, og udstederen må se sig tvunget til at offentliggøre, på baggrund af de florerende rygter. Vurdering om en udsættelse vil kunne vildlede markedet er derfor forbundet med at skulle analysere markedet for rygter om udstederen set i sammenhæng med den udsatte intern viden.<sup>127</sup>

Den udvidede fortolkning af intern viden kan til dels umuliggøre at opfylde litra b, på baggrund af vedvarende rygter tillægges sådanne betydning. Løse rygter som før Daimler ikke ville kunne tænkes at skulle

---

<sup>123</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17. stk. 4 litra a

<sup>124</sup> Krüger Andersen m.fl., s.443.

<sup>125</sup> ESMA, MAR-retningslinjer art. 5 stk. 2

<sup>126</sup> Kapitalmarkedsvirksomheder: lektion 12B slide 19

<sup>127</sup> Kapitalmarkedsvirksomheder, E-lektion 12B slide. 19

afkræftes, vil pga. omfortolkning af realitetsprincippet skulle, sammen med et tidligt trin i begivenhedsprocessen, kunne resultater i at udsættelse ikke er muligt. Litra b's fokus på at markedet ikke må kunne blive vildledt af manglen på den udsatte viden. Da en udsættelse af intern viden forstyrrer markedet fra at fungere optimalt og velinformeret, vil en forudsætning som litra b ses som en direkte hæmsko fra at benytte udsættelsesmuligheden, og særligt i sammenhæng med at udsættelsen er på eget ansvar som beskrevet i MAR art 17 stk. 1.

Den administrativt sværeste betingelse at opfylde vil være litra c, som omhandler at sikre oplysningers fortrolighed. Der stilles fra Finanstilsynet skærpet krav til, at dokumentere løbende omkring overvejelser, hvem der har kendskab til den interne viden, og hvornår udsættelsen træder i kraft. Da Finanstilsynet først ved om den udsatte videns offentliggørelse bliver underrettet omkring udsættelsen, vil kravene til dokumentation være omfattende og detaljer. Finanstilsynets vurdering om udsættelsen opfylder samtlige betingelser gennem udsættelsesperioden, vil have en direkte sammenhæng med det redegørende materielle som udstederen skal udarbejde. Disse logbøger og protokoller som redegør for udsættelsesprocessen skal næsten dagligt opdateres, og kan være afgørende for Finanstilsynets afgørelse. Finanstilsynets vurdering, som først foretages ved offentliggørelsen af den udsatte viden, har derfor stor betydning for om virksomheden har handlet culpøst og dermed er erstatningspligt.<sup>128</sup>

MAR art. 17 stk. 7 kombinerer derfor både betingelser fra litra b og c i og med, at hvis der foreligger rygter, som skaber tvivl om fortroligheden, skal udstederen straks offentliggøre den interne viden. Kravet om at rygter skal være tilstrækkelige præcist til at kunne indikere at fortroligheden ikke er sikret, vil derfor i sammenhæng med litra b, ses som værende en hæmsko for at kunne benytte udsættelsesreglerne. Hæmskoen kan begrundes med at tidligere oplysning fra begivenhedsprocessen vil udgøre intern viden. Derfor kan et rygte om, at der er indledt forhandlinger udgøre intern viden, som skal offentliggøres. Det betyder, at ved en så udvidet fortolkning af specifik viden, at rygterne kan forekomme mindre præcise end før MAR.<sup>129</sup>

Hvis udstederen og dens rådgiver vurderer at kravene for at udsætte er til stede, er det værd at vurdere Finanstilsynets godkendelse foretages efter den udsatte videns offentliggørelse. Det er Finanstilsynet, som vurderer om udsættelsen har været foretaget korrekt, og er blevet administreret korrekt, eller om der er foretaget sanktionsværdi fejl. Redegørelsen skal fremsendes, men først efter anmodning fra Finanstilsynet. Derefter vil en vurdering af forudsætningerne for udsættelse finde sted samt i perioden hvor genne der er foretaget udsættelse.<sup>130</sup>

---

<sup>128</sup> Kapitalmarkedsvirksomheder, E-lektion 12B slide 20

<sup>129</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 7

<sup>130</sup> Kapitalmarkedsløven §37 & MAR Art. 17. stk. 4.

Udsættelsesmulighedens tre betingelser er beskrevet i både MAD og i MAR, dog er der tilføjet i MAR at der tillægges vægt til de mellemliggende trin. Daimler-dommens afgørelse og den senere indskrivning i af afgørelsen i MAR har medført, at udsættelsesmuligheden er blevet begrænset, og snævret ind til at udgøre en næsten ubrugelige mulighed. Finanstilsynet er af den overbevisning at udsættelsesadgangen er snævre, og dette kan være en indikation på, at udsættelsesmuligheden er blevet undergraved med udvidelse af begrebet intern viden efter Daimler-dommen.<sup>131</sup>

### 7.5 Finanstilsynets egen vurdering i forhold til MAR/ESMA's retningslinjer

Det Britiske finanstilsyn, UK Financial Conduct Authority her efter FCA, omtaler de særlige situationer hvor en umiddelbar offentliggørelse af en konkret intern viden, særligt med fokus på finansielle rapporter som er under udarbejdelse. Den udvidet offentliggørelsespligt, pålægge i sin direkte fortolkning at specifikke oplysninger vil skulle offentliggøres. Oplysningen vil uafhængigt ikke give dem samme forståelse som i sammenhængen med årsrapporten, derfor vil der kunne forekomme forvirring i markedet som konsekvens af umiddelbar offentliggørelses.<sup>132</sup>

Finanstilsynet lægger sig op ad FCAs vejledning i deres vurdering af udsættelsesmuligheden, og hvordan Finanstilsynet skal regulere og vurdere om udsættelsesbetingelser har været opfyldt. FCAs særlige fokus på at der kan opstå særlige situationer hvor en umiddelbar offentliggørelse af oplysninger, som indgår i en finansiell rapport, såsom årsrapporten og delårsrapporter, som er under udarbejdelse, vil kunne skade udstederens legitime interesser. Da udstederen skal foretage en konkret vurdering om hvornår en straks-offentliggørelse vil kunne skade udstederens legitime interesser er en konkret vurderingssag. FCA og Finanstilsynets har i deres vurdering af hvad som kan benyttes som grundlag for udsættelse, vurderet at blot fordi en umiddelbar offentliggørelse er ubejlig ikke kan danne grundlag for at udsætte offentliggørelsen. Det kan derfor, selvom det forekommer ubejligt for en udsteder at offentliggøre oplysning som indgå i en kommende finansielle rapport, ikke danne grundlag for at udsætte offentliggørelsen.<sup>133</sup>

Eksemplet med at oplysninger som kan betegnes som værende specifikke nok til at skulle offentliggøres, og som indgår i udstederens finansielle rapport, kan ikke benyttes i vurdering om udsættelse betingelserne er opfyldt. Der forekommer derfor en svær administrativ byrde for udstederne, da der kan forekomme intern viden under udarbejdelsen af fx årsrapporten, og som vil skulle offentliggøres øjeblikligt. Den konkrete oplysning vil ikke kunne udsættes til årsrapporten frigives. Dette er både FCA og Finanstilsynets vurdering af

---

<sup>131</sup> Website 3, 7/5/2020

<sup>132</sup> Website 3, 8/5/2020

<sup>133</sup> Website 3, 8/5/2020

udvidelserne af offentliggørelsespligten. Finanstilsynet forudsætter at betingelserne fra MAR art. 17 stk. 4 litra b, skal være tilstede, og da den forudsætter at en offentliggørelse vil skabe risiko for vildledning af markedet, og dermed kan en udsættelse skabe stabilitet. Det kommer derfor an på om karakteren af den interne viden, og at den alene vil skabe forvirring. Dette kan ses værende en modsigelse af FCA og Finanstilsynets vurdering om at fx oplysning, som kommer frem i forbindelse med årsrapporten, ikke kan udsættelse. FCAs vurdering er også, at man bør udsætte intern viden som vil skabe forvirring i markedet ved en umiddelbar offentliggørelse, hvor den oplysning står alene. FCA og Finanstilsynets vurdering er på baggrund af, ESMA's MAR-retningslinjer om udsættelse. Der skal i vurdering af udsættelse vurderes om straks-offentliggørelses af den interne viden, vil medføre risiko for vildledning af markedet, og skal derfor indgå i vurdering om udstederens legitime interesser.<sup>134</sup>

Det er derfor FCAs vurdering, at udsættelsesmuligheden alene omfatter oplysninger, som ikke meningsfuldt kan stå alene, og er af en sådanne karakter at en grundig forklaring er krævet. Intern viden kan derfor opdeles efter om de kan stå alene eller ej, og der findes tilfælde hvor en selskabsmeddelelse ikke er tilstrækkelige til at oplyse markedet til en accept grad. Finanstilsynet stiller spørgsmålstegn ved om der findes oplysninger, som ikke kan uddybes med en selskabsmeddelelse, som vil kunne give de potentielle investorer et retvisende billede.<sup>135</sup>

Finanstilsynet holdning er at rammerne for udsættelse er snævre, hvilket er en direkte konsekvens af MARs udvidelser af intern viden, og inddragelsen af mellemliggende trin. Det kan derfor antages at Finanstilsynet, som er myndigheden som vil skulle vurdere om udsættelsen er lovlig, ikke mener at udsættelse er en reel mulighed. På finanstilsynets hjemmeside står der "*Finanstilsynets holdning er, at rammerne for udsættelsesadgangen er snævre*".<sup>136</sup>

Når Finanstilsynet fastholder sin holdning, er dette et tegn på en vurdering om at hvis udstederen benytter sig at udsættelsesmuligheden, er risiko for at udsættelsen vurderes ulovlig er stor. Finanstilsynet forsøger dermed at rådgive udstederne fra at benytte udsættelsesmuligheden, og dermed blot offentliggøre den interne viden, som intentionen formelt har været med skærperne i MAR. Der kan derfor stilles spørgsmålstegn ved, hvorfor den danske kapitalmarkslov overhoved indeholder muligheden for udsættelse jf. Kapitalmarkslovens §37, når den lovgivende myndighed indirekte fraråde at benytte den på baggrund af betingelserne er næsten umulige at opfylde.

---

<sup>134</sup> [Website 3](#), 8/5/2020

<sup>135</sup> [Website 3](#), 8/5/2020

<sup>136</sup> [Website 3](#), 8/5/2020

Danmark har med ændringen til Kapitalmarked fra Værdipapirhandelsloven ændret en hvordan markedsmissbrugslovgivning skal forstås. Da MAR er en forordning som ikke må indskrives i dansk lov, vil det derfor være nødvendigt at finde lovgivning i den danske KAP og i MAR for at have den fulde forståelse af lovgivningen. Det er dog med vedtagelsen af MAR medført en ansvarsfralæggelse fra myndighedernes side ved ubevist at have lavet en "fælde", hvor udstederen agere i blinde og ikke vil kende konsekvensen af den.<sup>137</sup>

Det kan diskuteres at der fra danske lovgivning ikke burde ligge op til at udsættelsesmuligheden er tilgængelige, alene på baggrund af den snævre rammer som bekræftes af Finanstilsynet. Udsættelsesmuligheden er kun for et fåtal situation som kan kvalificere sig til at benytte undtagelser fra offentliggørelsespligten. Det kan med Finanstilsynets egen vurdering næsten kun gå galt og dermed i ende i forfejlet udsættelser.<sup>138</sup>

De indskærpede muligheder for udsættelse vil kunne resultere i at oplysningspligten ikke bliver overholdt og intern viden ikke bliver offentliggjort. Dette vil kunne øge risikoen for insiderhandel og markedsmanipulation. Ved at pålægge udstederen det fulde ansvar og ikke tilbyde forlæggende rådgivning vil udstederen foretage en udsættelse i blinde, hvilket vil kunne skabe en mistillid til myndighederne og lovgivning.

Finanstilsynet rådgiver via deres hjemmeside, og forsøger at afklare i hvilke situationer, hvor en udsættelse vil kunne være mulig. Dette kunne være i særlige situationer, hvor oplysninger ikke kan stå alene. Dette kunne være delvise resultater, hvor kun omsætning eller omkostninger er kendt og en offentliggørelse vil kunne vildlede investorer, da de ikke vil have det fulde billede. Derfor vil en udsættelse kunne vildlede offentligheden og potentielt skade udstederens legitime interesser.<sup>139</sup>

Der ligger op til at udsættelse kun er tilgængelige i tilfælde hvor driftsresultater offentliggøres i sin helhed, da oplysning hvis ikke offentliggjort i sin helhed vil skabe mere forvirring, end hvis den ikke var blevet offentliggjort. Det er op til udstederne at foretage vurderinger om der er tale om specifik nok viden til at skulle offentliggøre jf. MAR art. 7 stk. 2: "*specifik viden foreligger, når en række forhold er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds...*".<sup>140</sup>

Mellemliggende trin udgør specifik kursrelevant viden, og derfor skal udstederen vurdere om oplysningen vil kunne have indflydelse på markedets forventninger til udstederen eller om oplysningen ikke vil være specifik nok til der kan drages en konklusion ud fra. Finanstilsynet vurdering af hvornår der ikke er tale om specifik

---

<sup>137</sup> Markedsmisbrugsforordningen Art. 17. stk. 1

<sup>138</sup> Website 3, 9/5/2020

<sup>139</sup> Website 3, 9/5/2020

<sup>140</sup> Markedsmisbrugsforordningen Art. 7 stk. 2

viden ligeledes er snævrer, da Finanstilsynet selv vurderer at der nok ikke findes oplysninger, som ikke vil kunne give markedet et retvisende billede, via en kort meddelelse.

Der forlægges muligheden for at der findes oplysninger, som ikke kan betegnes som værende specifikke nok til at være specifikke nok til offentliggørelse. Finanstilsynet fremkommer med et eksempel om, at et delvist resultat ikke i sig selv vil kunne udgøre specifik viden da det ikke er drage en brugbar konklusion ud af dette. Derfor kan der med et forbehold vurderes at der ikke er tale om specifik viden, når der tales om delresultater.

MAR's brede definition af specifik viden er udvidet til at indeholde de mellemliggende trin, og derfor vil det antages at delresultater vil udgøre specifik nok viden at den skulle offentliggøres. Det kan antages, at tanken bag af udvidelsen af begrebet intern viden er at markedet vil regulere mere sig selv, da markedet konstant vil have alle tilgængelige oplysninger til stede for kursdannelserne.<sup>141</sup>

Der tages forbehold for at markedet vil blive forvirret, hvis udstederne offentliggjorde specifik viden via et omvendt sandsynlighedsbegreb, hvor en offentliggøres ikke skal finde sted, hvis den ikke vil kunne indtræde. Finanstilsynet begrunder deres vurdering af at der findes kursrelevante oplysninger, som ikke er specifikke nok til at offentliggøre med en øget usikkerhed. Ikke specifik viden, vil kunne skabe mere usikkerhed og modarbejde klarhed og transparens mellem udstederne og markedet samt at hindre informationsasymmetri mellem markedet og insidere, hvilket er det modsatte af formålet med lovgivning om intern viden og markedsmisbrug.

## 7.6 Udsættelsesmuligheden for finansielle virksomheder

Tilliden til bankerne og kreditinstitutter stabilitet er en af grundstenen i et velfungerende samfund, hvilket også er afspejlet i Markedsmisbrugsforordningen. Hvor almene udstedere er underlagt MAR art. 17 stk. 4 i forhold til udsættelsesadgang som må kunne betegnes som være snævre at benytte i praksis, er Udsteder som er enten en kredit- eller finansieringsinstituttet, kaldt finansielle udsteder, er ikke underlagt de skærpet krav til offentliggørelse. Udsættelsesadgangen for udsteder i det finansielle system er udvidet i forhold til de øvrige udsteder hvilket er afspejlet i MAR art. 17 stk. 5:

*"For at bevare stabiliteten i det finansielle system kan en udsteder, som er et kreditinstitut eller et finansieringsinstitut, på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, herunder viden, som vedrører et midlertidigt likviditetsproblem, og navnlig behovet for at modtage midlertidig likviditetsstøtte fra en centralbank eller en långiver i sidste instans..."<sup>142</sup>*

<sup>141</sup> Website 3, 9/5/2020

<sup>142</sup> Markedsmisbrugsforordningen art.17 stk. 5

Da stabiliteten i den finansielle sektor er en afgørende faktor for kredit- eller finansieringsinstituttets evne til at fungere i markedet, er udsættelsesmuligheden anderledes for disse typer af udsteder. Kundernes tillid til at deres sparepenge og indestående ikke forsvinder og banken ikke går konkurs er afgørende. Det er særligt denne tillid som MAR art 17 stk. 5 er et udtryk for. En udsteder som enten er en kredit- eller finansieringsinstitut kan som en almen udsteder kun foretage en udsættelse skal fire betingelser alle være opfyldt:

- a. Offentliggørelsen indebærer en risiko for at undergrave udstederes og det finansielle systems stabilitet
- b. Det er i offentlighedens interesse at udsætte offentliggørelsen
- c. Oplysningernes fortrolighed kan sikres
- d. Finanstilsynet har godkendt udsættelsen på baggrund af litra a, b og c er opfyldt.<sup>143</sup>

Udsættelsesmuligheden for udsteder i det finansielle systems er betingelserne mere udvidet, for hvor almene udsteder på et reguleret marked skal tage højde for skade på egne interesser, en skal udsteder i det finansielle system tænke på systemets stabilitet. Det er derfor den finansielle udsteders opgave at vurdere om en offentliggørelse vil kunne skade det finansielle system, fremfor at kun at skade udstederen. Udstederne på det regulerede marked er med udvidelsen af intern viden tvunget til at skulle offentliggøre mere og tidligere, medmindre at udsteder indgår i det finansielle system. Hvis det er en finansielle udsteder, vil offentliggørelsen kunne udsættelse længe tid, med en begrundelse i at det var i offentlighedens interesse at udsætte. Udstederne, som enten er kredit- eller finansieringsinstituttet, har derfor en mere udvidet adgang til at udsættelsesmuligheden for at sikre et troværdigt og stabilt finansielle system.

Udvidelsen af intern viden, er for finansielle udsteder ikke nær så udvidet som ved almene udsteder. Dette gøres tydeligt i MAR art. 17 stk. 5, hvor der direkte henvises til at likviditetsproblemer som måtte være midlertidige, kan danne grundlag for en udsættelse af offentliggørelsen, hvilket kan stå som en modsætning til at MAR art 17 stk. 4<sup>144</sup>. Et likviditetsproblem vil være en specifik nok oplysning til at udgøre intern viden, da den med rimelighed kan forventes at have indflydelse på kursdannelsen.<sup>145</sup>

Udsteder som enten er kredit- eller finansieringsinstituttets vil derfor kunne udsætte offentliggørelsen af likviditetsproblemer til efter der foreligger en løsning, hvilket i praksis betyder at markedet ikke er velinformateret. MAR art. 17 stk. 5 kan derfor agere som en mulighed for, at der kan forekomme markedsmisbrug i form

---

<sup>143</sup> Markedsmisbrugsforordningens art. 17 stk. 5 litra a-d

<sup>144</sup> Markedsmisbrugsforordningen Art. 17 stk. 5

<sup>145</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7 stk. 1

af fx insiderhandel. Hvor almene udsteder i deres overvejelse af om udsættelsesbetingelser jf. MAR art 17 stk. 4 er opfyldt, skal medregne om en udsættelse vil vildlede markedet, er dette ikke en betingelse udsteder i det finansielle system skal vurdere.<sup>146</sup>

Finansielle udsteder skal næsten vildlede offentligheden for at sikre tilliden og stabiliteten, hvilket på mange måder er selvmodsigende. MAR art. 17 stk. 5 påligger finansielle udsteder at vildlede offentligheden for udgå at undergrave enten udsteder eller det finansielle system stabilitet, og dermed vil udstedernes vurdering skulle begrunde på hensyn til offentligheden. Der forekommer en stor forskel på offentliggørelsespligten mellem almindelige udsteder og finansielle udsteder, og hvor mange oplysninger som markedet skal have adgang til. Investorerne købs- og salgsvurderinger begrundes derfor ikke på den samme mængde af informationer, da forskellen mellem hvor meget og hvornår der skal offentliggøres intern viden, er tæt på modsætninger<sup>147</sup>. Udvidelserne af intern viden og ind snævringen af udsættelsesadgangen har derfor ikke samme indflydelse på finansielle udsteder, og da hensynet til det finansielle system stabilitet vægtes tungere end det regulerede markeds intrigeret og troværdighed. Finansielle udsteders mulighed for at udsætte flere oplysning og først offentliggøre når der forekommer en løsning, kan vurderes som være ud fra et realitetsprincip. Offentliggørelsen vil først skulle finde sted når der enten forekommer en løsning, som ved at nationalbanken yder økonomisk bistand til den likviditets manglende udsteder, eller hvis banken må gå konkurs. Investorerne vil i den periode ikke besidde det fulde billede, hvilket havde det været en anden almen udsteder ville have haft konsekvenser i form af bøde og en potentiel erstatningssag.

Den største forskel mellem MARs art 17 stk. 4 og stk. 5 er tidspunktet for Finanstilsynet vurdering af om udsættelsen har været foretaget lovligt. Den almene udsteder, på et reguleret marked, som benytter udsættelsesmuligheden på eget ansvar, skal selv vurdere om betingelser for udsættelse er opfyldt. Finanstilsynet skal først orienteres om udsættelsesmuligheden har været benyttet ved offentliggørelsen, og derfor er der forbundet en vis mængde usikkerhed forbundet med at foretage en udsættelse. Finansielle udsteder har en større form for sikkerhed end de almene udsteder.

For at opfylde betingelserne for udsættelse i MAR art. 17 stk. 5 skal den finansielle udsteder før udsættelsen foretages have den rette myndighed godkendelse før udsættelsen foretages. Dermed vil en finansielle udsteder vide om udsættelsen er foretaget lovligt eller ej inden den endelige afgørelse om at foretage udsættelsen. Det betyder derfor, at hvor de almene udsteder benytter udsættelsesmuligheden i blinde, går de finansielle udsteder ind med fuld viden om at de har foretaget en lovlig udsættelse. Der forekommer derfor en omvendt situation. Finanstilsynet agerer ikke en aktiv rådgivende rolle for de almene udsteder, hvorimod

---

<sup>146</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 4

<sup>147</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 5 litra a og b

Finanstilsynet har en mere rådgivende rolle, overfor de finansielle udsteder som kan blive vejledt til at foretage en udsættelse lovligt.<sup>148</sup>

Forskellen på Finanstilsynets rolle kan begrundes med det samme, som hvorfor de finansielle udsteder skal have en mindre indsnævret udsættelsesmulighed. Det finansielle systems stabilitet er afgørende, og derfor vægtes det tungt end hensynet til det reguleret marked. En udsteder som har benyttede udsættelsesmuligheden forkert, og på baggrund af sanktionerne fra markedsoperatøren og Finanstilsynet nødt til at erklære sig konkurs vil konsekvenserne være begrænset til et relativt lukket kredsløb. Et kredsløb bestående af medarbejder som mister deres arbejde, aktionærer som mister deres penge og leverandører som mister noget indtjening. Dette vil kunne have konsekvenser på et samfund, men i et begrænset omfang.

Selvom de finansielle udsteders adgang til udsættelse er mindre indsnævret end de almene udsteder, er det ikke alle oplysninger som kan være at betegne som værende i offentlighedens interesse at udsætte. I Finanstilsynets afgørelse af 7.oktober 2009 Amagerbanken blev af Finanstilsynet påbudt straks at offentliggøre, at Finanstilsynet have fastsat solvenskravet for Amagerbanken til at være 13,6 procent. Amagerbanken henviser til den tidligere Værdipapirhandelslov §27 stk. 6, som omhandler udsættelsesmulighederne før MAR.<sup>149</sup>

Finanstilsynets vurderede ikke, at Amagerbanken var berettiget til at benytte udsættelsesmuligheden, da et solvenskrav på 13,6 procent ikke opfyldte kravene for udsættelse. Amagerbanken forsøgte at begrunde sin udsættelse med henvisning til, at en offentliggørelse vil skade bankens interesser. Finanstilsynet vurderer på baggrund af den statsgaranti at som fulgte med bankpakke 1, at bankens interesser ikke vil lide samme skade.<sup>150</sup>

Det kan derfor argumenteres, at på baggrund af den store rolle som kredit- eller finansieringsinstituttets udgøre i de nationale- og internationale økonomier skal have særlige muligheder for at sikre stabiliteten. Dette kan derfor ligge til grund for den mere tilgængelige adgang til udsættelse, som finansielle udsteder har for at sikre at usikkerhed og manglende tiltro ikke skader stabiliteten. De finansielle udsteder skal stadig offentliggøre intern viden, som ikke opfylder kravene stillet i både MAR art 17 stk. 4 og 5. Der kan dog argumenteres for, at den mere lempelige udsættelsesadgang at der kan forekomme markedsmisbrug såsom insiderhandel.

---

<sup>148</sup> Markedsmisbrugsforordningen art 17 stk. 4 og stk. 5

<sup>149</sup> Website 4, 11/5/2020

<sup>150</sup> Krüger Andersen, m.fl. 2019 side. 444 - 445

## Kapitel 8: Vurderingen om Offentliggørelsen vs udsættelse vs tilbageholdelse af intern viden.

### 8.1: Hvad kan tolkes som værende specifik viden?

Med Daimler-dommens udvidelse af intern viden, og særligt hvad der kan betegnes som værende specifik viden, er oplysningspligten udvidet kraftigt. Dette betyder for udstederne at vurdering om en oplysning er specifik nok og om betingelser i MAR art. 7 skt. 2 opfyldes er betydeligt ændret fra før Daimler. Hvor oplysninger først blev tolket som værende specifik viden, ud fra realitetsgrundsætningen, hvor der forekom en overvejende sandsynlighed for at oplysningerne vil indtræde, er ændring til ”med rimelighed” en betydelig ændring. Udstederen skal vurdere de mellemliggende trin som værende specifik viden, selvom det langt fra er sikkert at hændelsen vil indtræde på baggrund af den.<sup>151</sup>

Betingelserne for om en oplysning udgør specifik viden, hviler på om oplysningen kumulativt 1) omhandler en række forhold, som enten foreligger eller ”med rimelighed” kan forventes at komme til at ske. 2) om de pågældende oplysninger er tilstrækkelig præcise til at kunne drages til en konklusion, som har indflydelse på enten udstederen eller dens finansielle instrument. Det er derfor pr. definition en bred betegnelse af hvad specifik viden er, og derfor tages usikre oplysninger også med som værende specifik viden.<sup>152</sup>

Med Daimler-dommens afgørelse blev de mellemliggende trin til specifik viden, hvilket kan have en forvirrende effekt på vurdering om udsættelsesmulighedens betingelser er opfyldt. For hvornår udgøre det mellemliggende trin en specifik og præcis oplysning at den kan drages til en konklusion i sammenhæng med offentliggjort oplysninger.<sup>153</sup>

At en oplysning, i sammenhæng med den allerede tilgængelige viden på markedet vil kunne føre til en konkret konklusion, kan være svært at vurdere for en udsteder. Hvornår er en oplysning så specifik nok til at stå alene og i sammenhæng med allerede offentliggjort viden kunne drages til konklusion for investoren. Daimler-dommens begivenheder giver et klart eksempel på hvornår intern viden indtræder, men hvordan er dette i forhold til andre situationer. At direktøren ønsker at træde tilbage, opfylder kravene i MAR art. 7 stk. 2 men at en bank har opkøbt flere ejendomsselskaber som tilfældet i EBH-sagen kan aflede flere konklusioner hvis kun delvist offentliggjort.<sup>154/155</sup>

---

<sup>151</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7

<sup>152</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 451 - 452

<sup>153</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s. 423

<sup>154</sup> Daimler-dommen (C-19/11)

<sup>155</sup> EBH-dommen (V.L.B-0258-11)

Det kan som udgangspunkt ikke være svært, at vurderer om en række af forhold eller en hændelse foreligger. Det der blev svært med ændring og tilføjelsen af mellemliggende trin som værende specifik viden, at præcisere hvornår det med rimelighed kan forventes begivenheden komme til at foreligge. En foreløbig drøftelse om et muligt samarbejde vil formentligt ikke være af en specifik nok karakter til at udgøre specifik viden, men det er muligt at i løbet af drøftelserne at et samarbejde bliver en reel mulighed. Oplysninger vil derfor kunne udgøre specifik viden, henover tid i takt med at oplysningen bliver mere specifik. Det er derfor svært for udstederen at vurdere hvornår drøftelserne er af specifik nok karaktere til at oplysningen opfylder betingelserne i MAR art. 7 stk. 2.<sup>156</sup>

Ændringen af hvornår der er tale om specifik viden, som følge af de mellemliggende trin i sig selv kan udgøre specifik viden. For hvornår er der tale om specifik viden, og hvornår skal det så offentliggøres. Før Daimler-dommen ville en udsteder først offentliggøre, når der forelagde en aftale som måske mangler en underskrift, da der var en overvejende sandsynlighed for at underskriften formalisere aftalen. Med overvejende sandsynlighed gives der en sikkerhed for, hvornår der skal offentliggøres. Der er med omfortolkningen af hvornår der er tale om specifik viden, blevet tilføjet mere usikkerhed for om oplysning vil indtræde med begrundelsen i at markedet vil blive mere oplyst.<sup>157</sup>

Erhvervslivet kan derfor have svært ved at vurdere hvad der er specifikke oplysninger og hvad som ikke er. Derfor kan erhvervslivets have en tilbøjelighed til at sige at det kan vi ikke offentliggøre endnu. Da en offentliggørelse kan ødelægge en handel, og derfor skal rådgivers evne til at orientere ledelsen om at oplysninger som er usikre men tilstrækkelige præcise skal offentliggøres. Den øverste ledelse i udstederen skal acceptere at usikre oplysninger skal offentliggøres, også selvom sandsynligheden for at de foreligger er mindre end hvad normalt vil accepteres.<sup>158</sup>

Før Daimler-dommen tillod fortolkningen at benytte udsættelsesmuligheden hvis konkrete oplysninger om fx forhandlinger, hvor en umiddelbar offentliggørelse vil kunne skade udstederens interesser<sup>159</sup>. Udsættelsesmuligheden var mere lige til, da specifik viden først optrådte ved en endelig aftales indgåelse. Derfor var det nemmere at administrere og sikre fortroligheden af oplysningen, samt at den tidligere fortolkning tillod markedet at være vildledet i en større grad end den nu være fortolkning. MARs udvidelse af hvornår der er intern viden, er markedet derfor ikke vildledet i samme omfang som før Daimler, hvis offentliggørelsespligten

---

<sup>156</sup> Schaumburg-Müller. Werlauff s.452

<sup>157</sup> Markedsmisbrugsforordningen art .7 og art. 17

<sup>158</sup> Kapitalmarkedsvirksomheder, lektion 12B

<sup>159</sup> ESMA, MAR-retningslinjer

overholdes. Dette kan derfor ses som værende en vurdering at et ajour markedet er bedre end et marked med usikre oplysninger.<sup>160</sup>

Vurdering om udsættelse er derfor blevet kompliceret for udstederen, for med den store udvidelse af hvornår der er tale om specifik viden vil selv tidligere begivenheder skulle offentliggøres for at disse nu er tilstrækkelig præcise. Det er derfor svært for udstederen at vurdere, hvornår en hændelse eller oplysning bliver præcis nok til at skulle offentliggøres. Dette kan derfor resultere i udstederen fejlvurdere hvornår offentliggørelsen skal finde sted, og enten offentliggøre for tidligt, for sent, udsættelsen bliver foretaget forkert, og eller at oplysningen bliver tilbageholdt selvom den skulle offentliggøres.

At erhvervslivet har svært ved at fortolke MARs udvidet af offentliggørelsespligten, kan være svær da den er så modsat af hvad den tidligere værdipapirhandelslov fastsatte. Kapitalmarkedslovens §24 er ordlydt som MAR og den forvirring som den store udvidelse af intern viden, kan skabe misforståelser. Det er tydeligt i EBH-dommen, hvor forsvarende misforstå tidligere selskabsmeddelelser som pral selvom præcis var som både MAR og Kapitalmarkedslovens §24 foreskrev og indeholdt mellemliggende trin som værende specifik viden.<sup>161</sup>

Det kan derfor vurderes at ved at have en bred betegnelse af, hvornår oplysninger er tilstrækkelig præcise til at offentliggøres, kan resultere i at oplysningerne bliver tilbageholdt hvilket hverken er til gavn for markedet eller udstederen. Jf. MAR art. 17 skt. 4 er udsættelsen på eget ansvar, hvilket kan påvirke udstederen i sin vurdering om udsættelsesmuligheden skal benyttes. Dertil at Finanstilsynet først efter udsættelsen er foretaget skal orienteres, og først der vurdere om udsættelsen er foretaget korrekt, kan ses som værende fortaler for at udlade at benytte udsættelsesmuligheden overhoved.<sup>162</sup>

## 8.2: udvidet offentliggørelsespligts fordele og ulemper

Udstederne er medudvidelsen af begrebet ”intern viden” pålagt at skulle offentliggøre tidligere og oftere, end før Daimler-dommen omfortolkning af specifik viden. Denne store ændring af offentliggørelsespligten var samtidigt en accept i lovgivningen om, at usikre oplysninger vil komme ud til markedet. Det bliver i høj grad lagt op til at det er markedet og investorerne som selv vil skulle vurdere om oplysningerne skal benyttes kursdannelsen, med en begrundelse i at et velinformateret marked, er et velfungerende markedet. Det er

---

<sup>160</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17

<sup>161</sup> EBH-dommen, V.L. B-0258-11

<sup>162</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 skt. 4

derfor i dag at foretage en forkert vurdering på baggrund af oplysninger, som ikke er lige så præcise som tidligere.<sup>163</sup>

Ved at udvide hvornår oplysninger er tilstrækkelige præcise til at skulle offentliggøres, og dermed påført markedet at offentliggørelser skal foretages tidligere minimeret risikoen for insiderhandel. Ved at skulle offentliggøre mere og tidligere, eksistere der derfor ikke intern viden i samme omfang i virksomheden som før Daimler-dommen.

Det er dog med tidligere selskabsmeddelelser at oplysningerne indeholder større usikkerhed, og derfor vil udstederen kunne offentliggøre om hændelser som ikke kommer til at foreligge. Det er derfor udstederens pligt at korrigere den første selskabsmeddelelse, og dermed konstant sikre at markedet har de fuldstændige og korrekte oplysninger. Det er derfor med MARs udvidelse af offentliggørelsespligten en forudsætning, at investorerne skal spekulere i om hændelserne kommer til at foreligge.<sup>164</sup>

Det er dermed også muligt for ledelsen i virksomheden selv at spekulere i at influere kursdannelsen positivt. Da definitionen af specifik viden er udvidet til at til at mellemliggende trin også udgør specifik viden, er det muligt at offentliggøre potentielle hændelser, som det med rimelighed kan forventes at foreligge. Dette kunne være at forhandlinger som hvis de lykkedes vil havde stor positiv indflydelse på omsætningen, men at sandsynligheden for at det lykkes er lav. Dette vil helt lovligt kunne offentliggøres, da det med rimelighed kan forventes at indtræde, og det ikke er usandsynligt at det kommer til at ske. Den eneste begrænsning der sættes for udstederne i at offentliggøre masse af potentielle positive oplysninger, er at MAR art. 17 stk. 1 påligger et forbud mod at kombinere offentliggørelsen med markedsføring af udstederen.<sup>165</sup>

Et eksempel i hvordan en virksomhed kan spekulere i at manipulere kursen, er den sydafrikaske milliardær Elon Musk, som blandt andet er ejer af Tesla motors. Han benytter det sociale medie Twitter til at annoncere at han overvejer at afnotere Tesla fra den amerikanske børs til en pris på 420 dollars pr. aktie. Han afslutter sit opslag med at understrege at finansieringen, til afnoteringen er sikret.<sup>166</sup>

Kursen var væsentlig højere end markedskursen, hvilket også fik kursen til at stige med 11 procentpoint før handel blev suspenderet. Det var en saudiske investeringsfonden, som havde givet udtryk for, at ville betale for afnoteringen. Der blev indledt en undersøgelse af Elon Musk, da han som adm. direktør og ejer for

---

<sup>163</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 1

<sup>164</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 1

<sup>165</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 1

<sup>166</sup> [Website 5](#), 18/05/2020

kursmanipulation, med henvisning til at han præmaturligt at fortale markedet om planen før den endelige aftale var underskrevet.<sup>167</sup>

Påstanden om kursmanipulation bliver støttet af chefstrateg hos investeringsbanken Carnegie, Henrik Drusebjerg, som mener at offentliggørelsen først skulle være stedet ved underskrivelsen af en endelig aftale. Der ligger dermed op til at det realitetsgrundsætningen er gældende i amerikanske lov.<sup>168</sup>

Hvis dette eksempel tages over i europæiske lov, og tolkningen af hvornår der er specifik viden, som skal offentliggøres, vil afgørelsen være anderledes. Efter Daimler-dommens afgørelses udvidelse af rammen for hvornår oplysninger er specifik viden, vil det kunne argumenteres for at det ikke er kursmanipulation men offentliggørelse af intern viden efter loven. Der er ikke i hverken Markedsmisbrugsforordningen eller Kapitalmarkedslovens §24 stk. 2 ikke fastlagt hvilken type medie som skal benyttes til offentliggørelsen, blot at det med rimelighed kan forventes at sprede oplysningerne til hele den europæiske union.<sup>169</sup>

Det betyder derfor, at det kan argumenteres for, at hvis der forligger konkrete forhandlinger om finansiering af en afnoteringen, og med en konkret pris forhandlet på plads vil kunne opfylde kravene for at være specifik viden. Det vil derfor kunne diskuteres om Elon Musk blot offentliggjorde intern viden til markedet, som både MAR og Kapitalmarkedsloven påligger ham at gøre, med mindre udsættelsesmuligheden forsøges benyttet.<sup>170</sup>

Tesla eksemplet viser hvordan en udvidet offentliggørelsespligt sammen med en udvidelse af hvornår, og hvad som kan betegnes som værende specifik viden kan benyttes til at manipulere kursen dannelsen på et reguleret marked. Der forekommer en modsætning mellem MARs egne artikler. Artikel 12, 1, d og art. 7, hvor specifik betegnes som værende oplysninger som med rimelighed kan forventes at indtræde, mod videregivelse af urigtige eller vildledende oplysninger.<sup>171</sup>

Det vil derfor værende en hårdfin balance for hvornår der er tale om oplysninger som med rimelighed kan forventes at foreligge, mod direkte at videregive urigtige oplysninger. Med Daimler-dommen blev det mere kompliceret da specifik viden, omfatter mellemliggende trin. Ud fra Tesla eksemplet vil det være et mellemliggende trin, at Elon Musk er i forhandlinger med en Saudi investeringsfond, og jf. Mar Art. 17 stk.1 skulle offentliggøres. Det er derfor et vurderingsspørgsmål om hvor stor sandsynligheden er for en afnotering

---

<sup>167</sup> Website 6, 18/05/2020

<sup>168</sup> Website 6, 18/05/2020

<sup>169</sup> Kapitalmarkedslovens §24 stk. 2

<sup>170</sup> Markedsmisbrugsforordningen 17 og Kapitalmarkedslovens §24

<sup>171</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7 og 12

kommer til at foreligge eller ej. Der er et omvendte sandsynlighedsbegreb som Daimler-dommen afgjorde som kan gøre selv en relativ usikre oplysning til specifik viden som skal offentliggøres.

Der er derfor med en udvidet betegnes for hvad som kan udgøre specifik viden, åbnet en dør for ”lovlig markedsmanipulation” da det er muligt at benytte art. 7, brede definition af hvad som udgøre specifik viden og art. 17 til at offentliggøre det.<sup>172</sup>

Med flere og tidligere selskabsmeddelelser vil det derfor forventes at markedet vil få flere udsving i kurserne som direkte konsekvens af de oftere selskabsmeddelelser. Hvis der først er meldt oplysninger eller hændelser ud som hæver kursen, og det senere visere sig at oplysningerne eller hændelsen ikke indtræde vil dette skulle korrigeres og kursen vil falde. Det er derfor en mere harmonisk kursdannelse som den udvidet offentliggørelsespligt afleder, men på bekostning af usikre oplysninger offentliggøres.

### 8.3: Er udsættelsesmuligheden umuliggjort for den almene udstedere.

Det er som en direkte konsekvens af Daimler-dommens omfortolkning af intern viden, og udvidelsen af offentliggørelsespligten. For at kunne benytte udsættelsesmuligheden skal betingelserne i art. 17 stk. 4 være opfyldt, og med inddragelsen af mellemliggende trin som værende specifik viden. Det kan derfor være næsten umuligt at administrere og sikre fortroligheden, samt ikke at vildlede markedet ved ikke at offentliggøre. ESMA's MAR-retningslinjer for hvornår enten udsættelsen vil vildlede markedet eller hvilke situationer hvor en udsættelse er muligt. Udsættelsesadgangen er ud fra markedsmissbrugsforordningen en mulighed, men i praksis er kan den være snævre at benytte.<sup>173</sup>

Det kan ud fra udvidelserne i MAR til intern viden og den større offentliggørelsespligt, tolkes som værende et klart signal om at EU ønsker at det europæiske finansielle marked skal være mere oplyst. Et mere oplyst finansielt markedet, og kravet til udstederne om flere og tidligere selskabsmeddelelser, kan skabe problemer for udstederne i situationer hvor der skabes intern viden, men kan fejlfortolkes hvis det ikke offentliggøres i sammenhæng med de resterende oplysninger. Den øget offentliggørelsespligt kan være svært at opfylde særligt ved udarbejdelsen af årsregnskabet.<sup>174</sup>

Finanstilsynets holdning er at udsættelsesadgangen er snævrer, da rammerne for at benytte dem ikke gør dem mulig i praksis. Finanstilsynet vurderer at udsættelsesmuligheden alene kan benyttes på oplysninger, som

---

<sup>172</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7 og 17

<sup>173</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 4

<sup>174</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 7

ikke meningsfuldt kan stå alene, da der findes oplysninger af sådan en karakter de ikke stå alene selvom de offentliggøres sammen med en selskabsmeddelelse. Det betyder derfor at selvom der findes en udsættelsesmulighed i loven, at den ikke er tilstede i praksis. Dette skyldes at rammerne for at benytte udsættelsesadgangen er for snævrer, hvilket understøtte af vurderingen fra Finanstilsynet.<sup>175</sup>

I vurderingen af om udsættelsesmuligheden skal benyttes, er om betingelserne er opfyldt en vurdering som alene ligger ved den almene udsteder. Finanstilsynet vurderer først om udsættelsesmuligheden er foretaget korrekt, efter udsættelsen er foretaget. Det er derfor med stor risiko for udstederen at benytte det. Det er derfor forståeligt, at Finanstilsynet vurderer at udsættelsesmuligheden er snævrer, da den almene udsteder ikke ved om Finanstilsynet vil godkende udsættelsen før den er foretaget og offentliggjort.<sup>176</sup>

Det kan udledes at EU ved denne risiko kan anses som værende en hæmsko fra at benytte udsættelsesmuligheden, og derfor har de for finansielle virksomheder bestemt at der skal være særskilt udsættelsesmuligheder. Udsættelsesadgangen for finansielle udsteder at kunne foretage en udsættelse, da det er anset som værende i samfundet og markedets interesse at udsætte oplysninger som kan skabe tvivl om stabilitet på markedet. Det er helt anderledes betingelser som finansielle udsteder kan benytte, mod almenlige udsteder, som ofte må gøre det i uvished. Finansielle udsteder skal have godkendt udsættelsen ved Finanstilsynet, hvilket betyder at finansielle udsteder ikke har samme uvished om udsættelsen er foretaget korrekt.<sup>177</sup>

Udstederen skal hurtigst muligt at offentliggøre intern viden jf. Kapitalmarkedsloven §24, og det er særligt det som kan være udfordrerne i udarbejdelse i af årsrapporten. Det tager tid at udarbejde en årsrapport, og der vil i løbet af udarbejdelsen blive afdækket flere oplysninger som særskilt kan udgøre intern viden, da de kan være kursrelevante. Det kan derfor være uhensigtsmæssigt for udstederne at skulle offentliggøre disse oplysninger løbende i stedet for i den samlet årsrapport hvori de indgår. Årsrapporter er annonceret i udstedernes finanskalender, og derfor ved alle investorer og analytiker hvornår oplysningerne bliver offentliggjort og dermed for adgang til dem på samme tid. Hensynet til investorerne og analytikerne vil derfor blive ødelagt, ved at de løbende oplysninger skal offentliggøres, som Daimler-dommen diktere.<sup>178</sup>

Finanstilsynet vurderer den udvidet offentliggørelsespligt som værende et problem for udstederne, og har derfor udstedet en vejledning nr. 9973 af 9. oktober 2017, som omhandler offentliggørelse oplysninger i den finansielle rapport. Ud fra denne vejledning kan det antages at oplysningerne ikke ændre markeds forventninger til årsresultat, og derfor ikke vil udgøre intern viden og derfor ikke skal offentliggøres. Hvis det kan

---

<sup>175</sup> Website 3 19/05/2020

<sup>176</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 stk. 4

<sup>177</sup> Markedsmisbrugsforordningen art. 17 skt. 5

<sup>178</sup> Krüger Andersen, s.382

ændre markedets forventningerne, skal det offentliggøres. Det kan derfor ses som værende et smuthul, på den problemstilling som udvidelsen af MAR medførte, ved at benytte realitetsgrundsætningen. Der er stadig spekulation om EU-domstolen har godkendt denne tilgang, eller om værnet mod insiderhandel bliver vægтет højere som det fremgår i EU-dommen Lafonda.<sup>179</sup>

EU-domstolen vægter at det er muligt at benytte de regnskabsmæssige oplysninger som bliver afdækket gennem udarbejdelsen af årsrapporten. Det er derfor en konkret vurdering mellem et værn mod insiderhandel og hensyn til markedets udsteder.<sup>180/181</sup>

---

<sup>179</sup> Krüger Andersen, s.382

<sup>180</sup> Lafonda-dommen C-628/13

<sup>181</sup> Krüger Andersen, s. 383

## Kapitel 9: Konklusion

Afhandlingen tager udgangspunkt i straks-offentliggørelsespligten for de udstederne selskaber, herudfra kan det konkluderes, at offentliggørelsespligten er udvidet markant for udstederne. Udvidelsen kan tildeles tilskydes afgørelsen i EU-sagen C-19/11, Daimler-dommens, omfortolkning af specifik viden, og dermed fremrykkelse af, hvornår udstederne skal foretage offentliggørelsen.

Daimler-dommens omfortolkning af specifik viden konkret, og intern viden generelt, kan tydeligt ses i ændringerne fra MAD til MAR. Den øgede vægt af de mellemliggende trin, påligger udstederne at skulle offentliggøre langt tidligere, og på samme tid at skulle acceptere større usikkerhed for de oplysninger som offentliggøres. Det vil derfor kunne forventes at ledelsen og rådgiveren i de udstedende selskaber, vil skulle ændre deres fundamentale forståelse for, hvilke oplysninger der udgøre specifik viden. Udsættelsesmuligheden tillægges derfor en større betydning end før udvidelsen af intern viden som følge af Daimler-dommen.

Udsættelsesmuligheden er på papiret en mulighed, men kan i praksis vise sig at være næsten umuligt. Det at administrere en udsættelse, for den almene udsteder, kan vises sig næsten at være umuligt, hvilket tildeles skyldes ændringerne af fortolkningen af intern viden. Ændringen af bl.a. tidspunktet for hvornår der indtræder intern viden, er en af de væsentlige udfordringer da det en af forudsætningerne for at foretage en udsættelse er at sikre fortroligheden. Det kan konkluderes, at med udvidelsen af intern viden er der foretaget en indsnævring af udsættelsesmuligheden for de almene udstedere. Konklusion underbygges udover ændringerne i MAR fra MAD tydeligt i udtalelsen på det danske Finanstilsyns hjemmeside. Her vurderer Finanstilsynet også, at udsættelsesmuligheden er snævrer.

Det er forbundet med en stor risiko for den almene udsteder at foretage en udsættelse. Foretages en udsættelse er det ledelsen som skal vurdere, om den er foretaget korrekt samt dokumentationen er på plads. Selvom ledelsen vurderer at betingelserne opfyldes, vil det stadig kunne ende med udsættelsen bliver erklæret forkert. Dette skyldes at Finanstilsynets vurdering af udsættelsen først foretages efter den udsatte intern videns offentliggørelsen. Dermed vil udstederen stadig kunne få udsættelsen vurderet ulovlig. Det faktum at Finanstilsynet først vurderer om udsættelsen er foretaget korrekt, underbygger konklusionen af udsættelsesmuligheden er så snævre, at den ikke kan benyttes i praksis.

Markedsmisbrugsforordningen indsnævrer udsættelsesadgangen for de almene udsteder, mens den giver en særlig udsættelsesmulighed for de finansielle udstedere. Udsættelsesmuligheden særligt målrettet de finansielle udsteder, er udformet på baggrund af vigtigheden af stabilitet på de finansielle markedet. Det kan derfor konkluderes, at udsættelsesmuligheden er blevet mere målrettet til at sikre et reguleret markedet, som er velinformeret og velfungerende. Endvidere kan det konkluderes, at ændringerne i MARs betingelser for

udsættelse er udformet ud fra en afvejning at kapitalmarkedet skal være velinformeret og velfungerende. At MAR har to forskellige udsættelsesmuligheder, viser blot at hensynet til investorens interesser opvejer ikke hensynet til det finansielle system stabilitet. Det kan derfor konkluderes at MARs ændring af straks-offentliggørelsespligten bliver tilpasset til det finansielle marked som ønskes.

## Litteraturliste

### Bøger

- Andersen, Poul Krüger, m.fl. (2019) "Børsretten" Jurist- og økonomiforbundet. 6. udgave, 1 oplag.
- Hansen, Lone L., Werlauff, Erik. 2016 "Den juridiske metode – en introduktion". Jurist- og økonomiforbundet. 2.udgave, 1 oplag
- Munk-Hansen, C (2018) "Retsvidenskabsteori" Djæf.2. udgave, 1.oplag.
- Schaumburg-Müller, P og Werlauff, E. (2019) "Børs- og kapitalmarkedsret" Jurist-og økonomiforbundet. 6.udgave, 1 oplag.

### Power Point

- Werlauff, Erik. "Daimler-dommen" Dansk forening for selskabsret
- Werlauff, Erik. Kapitalmarkedsvirksomheder forelæsninger lektion 12A
- Werlauff, Erik. Kapitalmarkedsvirksomheder forelæsninger lektion 12B

### Domme og afgørelser

- Kurt Thorsen – sagen (UfR 2002.1531 H)
- Daimler-dommen (C-19/11)
- Lafonda-dommen (C-628/13)
- EBH-dommen (V.L. B-0258-11)
- Amagerbanken- afgørelsen. FT 9.oktober 2009

### Retskilder

- 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 (MAR)
- EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU
- EUROPA-PARLAMENTETS OG RÅDETS DIREKTIV 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug) (MAD)
- KOMMISSIONENS GENNEMFØRELSESFORORDNING (EU) 2016/1055 af 29. juni 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår de tekniske metoder til passende offentliggørelse af intern viden og til at udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. Europa- Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014
- ESMA. "MAR-retningslinjer" 2016-1478
- Kapitalmarkedsloven

- Værdipapirhandelsloven
- Gesetz über den Wertpapierhandel (tysk værdipapirhandelslov)
- Økonomi- og Erhvervsministeriet, Betænkning nr. 1521 om insiderhandel, juli 2010 (Benævnt: Betænkning nr. 1521/2010)

Website:

- Website 1:  
Finanstilsynet(2019) ”udsættelse af offentliggørelse af intern viden” hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Udsettelse-af-offentliggorelse-af-intern-viden>
- Website 2:  
Finanstilsynet(2018) ”Hvad er et udsættelsesberedskab?” hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/nyheder-og-presse/nyhedsbreve-for-kapitalmarkedsomraadet/2018/nyhedsbrev-december-2018/artikel-2>
- Website 3:  
Finanstilsynet(2019) ”Intern viden i finansielle rapporter – Finanstilsynets overvejelser” hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Storaktionaerer/Nyhedsbrev-marts-2019/Artikel-2>
- Website 4:  
Finanstilsynet(2011) ”Finanstilsynet vurdering i Amagerbank sagen” hentet fra: <https://www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Afgoerelser/Afgoerelser-2009/FIL-124-Fristforlangelse-Amagerbanken>
- Website 5:  
Twitter(2018) ”Elon Musk tweet” hentet fra: [https://twitter.com/elonmusk/status/1026872652290379776?ref\\_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetembed%7Ctwterm%5E1026872652290379776&ref\\_url=https%3A%2F%2Fwww.business.dk%2Fglobal%2Felon-musk-efter-tesla-tweet-det-har-vaeret-det-svaereste-og-mest-smertefulde](https://twitter.com/elonmusk/status/1026872652290379776?ref_src=twsrc%5Etfw%7Ctwcamp%5Etweetembed%7Ctwterm%5E1026872652290379776&ref_url=https%3A%2F%2Fwww.business.dk%2Fglobal%2Felon-musk-efter-tesla-tweet-det-har-vaeret-det-svaereste-og-mest-smertefulde)
- Website 6:  
Danmarks radio(2018) ”Kursmanipulation, klodsede tweets og sovemedicin” hentet fra: <https://www.dr.dk/nyheder/penge/kursmanipulation-klodsede-tweets-og-sovemedicin-teslas-elon-musk-er-i-tovene>