

Insider-handel

Betænkning afgivet
af børsudvalget

Det Administrative Bibliotek
Slotsholmsgade 12
1216 København K

Design: Eleven Design A/S
Tryk: Svalgaard Grafik A/S

© **Industriministeriet**
København, marts 1991
ISBN: 87-503-8999-8
HA00-514-Bet

Indholdsfortegnelse

Kapitel		Side
Kapitel 1	Indledning	
1.1.	Udvalgets kommissorium	7
1.2.	Udvalgets sammensætning	8
1.3.	Udvalgets hidtidige arbejde	9
1.4.	Hovedpunkter i udvalgets forslag	10
1.5.	Udvalgets videre arbejde	11
Kapitel 2	Gældende ret	
2.1.	Indledning	12
2.2.	Børslovgivning	12
2.2.1.	Lov om Københavns Fondsbørs	12
2.2.2.	Børsetiske regler af 3. november 1987 med ændringer af 26. marts 1990	12
2.3.	Bemærkninger til børslovgivning	13
2.3.1.	Intern viden	13
2.3.2.	Personkreds	13
2.3.3.	Administration af børslovgivningen	14
2.3.4.	Sanktioner	14
2.4.	Anden lovgivning	15
2.4.1.	Lov om aktieselskaber	15
2.4.2.	Lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område	15
2.4.3.	Borgerlig straffelov	16
Kapitel 3	Europæiske retsregler vedrørende samordning af retsforskrifter for insider-handel	
3.1.	EF's direktiv om samordning af retsforskrifter vedrørende insider-handel	18
3.2.	Europarådskonvention om insider-trading	19

Kapitel 4	Begrebsfastlæggelse	Side
4.1.	Intern viden	21
4.1.1.	Ikke-offentliggjort viden	21
4.1.2.	Viden af præcis karakter	26
4.1.3.	Viden vedrørende udstederen, værdipapirer eller markedsforhold	26
4.1.4.	Mærkbare kurspåvirkning	27
4.1.5.	Egnethedskriterium	29
4.2.	Værdipapirer omfattet af forbudet	29
Kapitel 5	Principperne bag insider-forbudene	33
Kapitel 6	Forbud mod insider-handel	
6.1.	Tilregnelserkravet	36
6.2.	Personkredsen	37
6.3.	Juridiske personer	37
6.4.	Chinese walls	39
6.5.	Professionel formidler	42
6.6.	Handler mellem private uden for det regulerede marked	44
6.7.	Særlige undtagelser	44
6.8.	Interne regler vedrørende handel med værdipapirer	45
Kapitel 7	Handel med egne aktier	47
Kapitel 8	Forbud mod videregivelse af intern viden og mod tilskyndelse	
8.1.	Forbud mod videregivelse af intern viden	50
8.1.1.	Personkredsen	50
8.1.2.	Normalt led i erhverv	50
8.1.3.	Interne regler til forebyggelse af videregivelse af intern viden	54
8.2.	Forbud mod tilskyndelse	55

Kapitel 9	Anvendelsesområdet og forholdet til andre børsregler	Side
9.1.	Anvendelsesområdet	56
9.2.	Forholdet til andre børsregler	57
Kapitel 10	Kontrol og håndhævelse af insider-reglerne	
10.1.	Gældenderet	58
10.2.	Myndighedernes beføjelser	59
10.3.	Kompetencefordelingen	65
Kapitel 11	Sanktioner	
11.1.	Gældenderet	68
11.2.	Skærpede sanktioner	69
11.3.	Bevisbyrden i civilretten	70
11.4.	Generel prævention	73
Kapitel 12	Udvalgets lovforslag	75

Bilag 1	Side
Rådets direktiv 89/592/EØF om samordning af retsfor skrifter vedrørende insider-handel (insider-direktivet)	81
Bilag 2	
Rådets direktiv 88/627/EØF om offentliggørelse af erhvervelse og afhændelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber	85
Bilag 3	
Lovforslag L 85 af 23. januar 1991 om insider-handel	89
Bilag 4	
Udvalgets udtalelse af 22. oktober 1990 til industriministeren om gennemførelse af Rådets direktiv 88/627/EØF	99
Bilag 5	
Notat fra Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet om praksis vedrørende behandling af sager om mulig insider-handel	107
Bilag 6	
Notat fra Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet om forslag til den fremtidige kompetencefordeling mellem Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet samt nødvendige lovhjemler i denne forbindelse	117

Kapitel I

Indledning

I.1. Udvalgets kommissorium.

I første halvår af 1990 fandt der i den offentlige debat og i Folketinget drøftelser sted om børshensyn, herunder insider-handel. I fortsættelse heraf nedsatte industriministeren den 28. juni 1990 et udvalg med følgende kommissorium:

»Der nedsættes et udvalg, der har til opgave at fremkomme med forslag, der kan forbedre forholdene omkring Københavns Fondsbørs, herunder at udrede, om Fondsbørsen har behov for at effektivisere sig og blive mere handlekraftig. Udvalget skal derfor udrede og fremlægge forslag til:

1. om reglerne vedrørende insider-handler, således som formuleret i direktiv 89/592/EØF, er tilstrækkelige, og hvorledes de danske insider-regler bør være.
2. om tilsynsmyndighedernes adgang til oplysningerkontrolmulighed er tilstrækkelig, og hvorledes en eventuel skærpelse kan gennemføres, - udover en opstramning af de børsetiske regler, automatisering af Københavns Fondsbørs' stock-watch-system og gennemførelsen af fuld indberetning af handler.
3. om bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre personers aktiebesiddelse i et børsnoteret aktieselskab skal navnenoteres, og hvorledes de børsetlige/selskabsretlige regelsæt kan ændres i forhold hertil.
4. om nomineeordningen skal revurderes, og hvorledes aktieselskabsloven da bør ændres.

Udvalget skal endvidere ud fra børshensyn

5. afgive synspunkter vedrørende kommende lovforslag om implementering af Rådets direktiv 88/627/EØF om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab.
6. gennemgå og fremsætte kommentarer til forslagene i 13. selskabsdirektiv om overtagelsestilbud med henblik på dansk stillingtagen til direktivforslaget.

Udvalget fremlægger forslag til nr. 1 i løbet af september 1990.

For så vidt angår nr. 5 afgiver udvalget synspunkter medio september 1990.

For så vidt angår nr. 6 fremsætter udvalget synspunkter medio september 1990.

Udvalgets forslag vedrørende nr. 2-4 fremlægges med udgangen af 1990.

Udvalget kan i sit arbejde lægge til grund, at industriministeren med tilfredshed har konstateret, at finansministeren har bebudet oplæg til en mere fleksibel lønstruktur i forbindelse med fornyelsen af overenskomsterne i foråret 1991. Finanstilsynets mulighed for justeringer af personalestrukturen kan på denne baggrund forventes løst med de nye overenskomster.«

1.2. Udvalgets sammensætning.

Til formand for udvalget udpegedes afdelingschef i Industriministeriet C. Boye Jacobsen. Udvalget, hvis medlemmer blev udnævnt den 20. august 1990, fik følgende sammensætning:

Underdirektør Erik Adolphsen, Assurandør-Societetet,
Ekspeditionssekretær Leif Amsinck, Industriministeriet,
Underdirektør Carsten Andersen, Finansrådet,
Lars Andersen, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd,
Kontorchef Kate W. Andreasen, Industriministeriet,
Direktionssekretær Aase Blume, Værdipapircentralen,
Fondschef Jeppe Christiansen, Lønmodtagernes Dyrtidsfond,
Lektor, lic.jur. Nis Jul Clausen, L LM, Odense Universitet,
Afdelingschef Peter Fosdal, Industrirådet,
Fuldmægtig Inger Frydendahl, Forbrugerrådet,
Direktør Torben Gjede, Realkreditrådet,
Kontorchef Hanne Victor Hansen, Boligministeriet,
Inspektør Marianne Knudsen, Finanstilsynet,
Underdirektør Ib Glud Konradsen, Danmarks Nationalbank,
Fuldmægtig Bjarne Graven Larsen, Finansministeriet,
Direktør J.Kr. Lomholt, Pensionskasserådet,
Direktør Bent Mebus, Københavns Fondsbørs,
Fuldmægtig Jens Chr. Nielsen, Økonomiministeriet,
Direktør Tyge Vorstrup Rasmussen, Garantifonden for
Danske Optioner og Futures.
Afdelingschef Uffe Lind Rasmussen, Danmarks Rederiforening,

Direktør Ib M. Sletting, Foreningen af Firmapensionskasser,
Kontorchef Lone Sneholt, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
Sekretariatschef Klaus Struwe, Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber,
Fondschef Birthe Werner, ATP.
Advokat Oluf Engeli, indstillet af Advokatrådet, medlem af udvalget siden den 4. januar 1991.

Udvalgets sekretærer har været:

Fuldmægtig Jeanne Blyt, L LM, Finanstilsynet,
Fuldmægtig Sonja Fugmann, Industriministeriet (indtil 15. september 1990),
Fuldmægtig Poul Jensen, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen,
Fuldmægtig Kim Sparlund, Industriministeriet (fra 15. september 1990).

Udvalget holdt sit første møde den 28. august 1990 og har i perioden indtil udgangen af februar 1991 afholdt 16 møder.

Det bemærkes, at Inger Frydendahl ikke har deltaget i udvalgets møder.

1.3. Udvalgets hidtidige arbejde.

Udvalget skulle efter kommissoriet først afgive synspunkter vedrørende lovforslag om implementering af Rådets direktiv 88/627/EØF om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab (bilag 2).

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen havde udarbejdet udkast til lov om ændring af lov om aktieselskaber (§ 28a m.fl.) samt forslag til bekendtgørelse om meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber, dateret den 14. september 1990.

Udvalgets udtalelse om gennemførelse af direktiv 88/627/EØF og om lovudkastet er tilgået industriministeren ved skrivelse af 22. oktober 1990 (bilag 4). Hovedpunktet for udvalget var, om grænsen for anmeldelse i aktieselskabslovens § 28a på 10 % skulle bevares eller nedsættes. Et flertal gik ind for nedsættelse af grænsen til 5 %, medens et mindretal gik ind for bibeholdelse af grænsen på 10 %.

Udvalget har herefter drøftet og udarbejdet forslag til regler til implementering af Rådets direktiv 89/592/EØF om samordning af retsforskrifter vedrørende insi-

der-handel (bilag 1). Som baggrund for dette lovforslag har tilsynsmyndighedernes adgang til oplysninger og kontrolmuligheder ligeledes været drøftet.

Den 23. januar 1991 forelagde industriministeren Folketinget et lovforslag L 85 om insider-handel (bilag 3). Lovforslaget indeholdt dels de ændringer, der er en nødvendig følge af direktiv 89/592/EØF, dels forslag til forbedring af myndighedernes muligheder for at undersøge handler, som giver mistanke om misbrug af interne oplysninger. Lovforslaget var i det væsentlige identisk med de forslag, som udvalget var nået frem til.

Industriministeren har tilkendegivet, at hun er sindet at forelægge Folketinget ændringsforslag, der supplerer eller ændrer lovforslaget, for at indarbejde yderligere forslag, som udvalget måtte fremkomme med.

Udvalget har på denne baggrund valgt at formulere et samlet forslag til lovændringer i forhold til den gældende lov.

Det bemærkes, at mindretalsudtalelserne på siderne 27, 34, 35,41 (første mindretal), 43 og 54 er fremkommet efter, at udvalget har holdt sit afsluttende møde om denne betænkning.

1.4. Hovedpunkter i udvalgets forslag.

Hovedpunkterne i udvalgets forslag er:

- En udvidelse af det eksisterende forbud mod insider-handel. Udvidelsen angår dels de værdipapirer, der omfattes af forbudet, jf. kapitel 4.2, dels den viden, defineret som intern viden, der indebærer, at der kan foreligge insider-handel, jf. kapitel 4.1 og de foreslåede §§ 39-39a.
- En præcisering af, hvornår der foreligger intern viden, og hvorledes man sikrer, at der ikke længere er tale om intern viden, jf. kapitel 4.1.1. og den foreslåede § 39.
- Et forbud mod tilskyndelse til køb eller salg af værdipapirer, hvorom man har intern viden, jf. kapitel 8.2. og den foreslåede § 39a.

- Et forbud mod videregivelse af intern viden, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. kapitel 8.1. og den foreslåede § 39b, stk. 1.
- Et krav om, at visse selskaber skal udarbejde interne regler, der skal hindre udsivning af intern viden, jf. kapitel 8.1.3 og den foreslåede § 39b, stk. 2.
- Et krav om, at visse selskaber skal udarbejde interne regler om bestyrelsesmedlemmers, ansattes **m.fl.** adgang til at handle med værdipapirer, jf. kapitel 6.8. og den foreslåede § 39c.
- En pligt for kunder til at legitimere sig, når de handler med værdipapirer gennem pengeinstitutter, børsrådgivningsfirmaer m.v., jf. kapitel 6.5. og den foreslåede § 39d.
- En pligt for aktieselskaber optaget til notering på Fondsbørsen til at indberette visse besiddelser af egne aktier til Fondsbørsen, jf. kapitel 7 og den foreslåede § 19a.
- En præcisering af Finanstilsynets og Fondsbørsens arbejdsopgaver samt en udvidelse af disses beføjelser ved undersøgelser af insider-sager, jf. kapitel 10 og blandt andet de foreslåede § 13, stk. 2, og § 35a.
- En udvidelse af strafferammen. Insider-handel og ubeføjet videregivelse af intern viden vil efter forslaget kunne straffes med fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Forsætlig insider-handel vil under skærpende omstændigheder kunne straffes med fængsel i indtil 4 år, jf. kapitel 11.2. og den foreslåede § 44a.

1.5. Udvalgets videre arbejde.

Efter denne betæknings afgivelse vil udvalget drøfte kommissoriets punkt 2-4 og 6.

Kapitel 2

Gældende ret

2.1. Indledning.

I det følgende gennemgås de eksisterende regler inden for henholdsvis børslovgivningen, aktieselskabsloven, aftaleloven samt straffeloven, der relaterer sig til køb og salg af værdipapirer, herunder handel på baggrund af intern viden. Det er kun de mest direkte relevante regler, der omtales. Forbrugerbeskyttelsesregler og markedsføringsloven omtales således ikke.

2.2. Børslovgivning.

2.2.1. Lov om Københavns Fondsbørs. (Lovbekendtgørelse nr. 536 af 8. september 1988 om Københavns Fondsbørs):

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

Bestemmelsen blev gennemført ved børsreformen 1986. Der er ingen retspraksis herom.

2.2.2. Børsetiske regler af 3. november 1987 med ændringer af 26. marts 1990.

Punkt 5.1, gengiver Fondsbørslovens § 39.

Efter punkt 5.2, skal der i de børsnoterede selskaber udarbejdes interne regler om bestyrelsesmedlemmers, direktørers og ledende medarbejders køb og salg af børsnoterede værdipapirer udstedt af selskabet. Reglerne skal angive en tidsfrist, inden for hvilken de omfattede personer må handle i selskabets værdipapirer. Reglerne skal også omfatte handel gennem de pågældende personers ægtefæller, samlevende og hjemmeboende børn, samt gennem de juridiske personer, hvori de af reglerne omfattede personer har en kontrollerende kapitalandel. Reglerne skal efter anmodning sendes til Københavns Fondsbørs.

Efter punkt 5.3, skal de børsnoterede virksomheder stedse føre og ajourføre en fortegnelse over de af reglerne omfattede personer. Fortegnelsen skal efter anmodning fremsendes til Københavns Fondsbørs.

Punkt 6.5 foreskriver, at en fondshandler eller en rådgiver skal afstå fra at udføre eller medvirke til at udføre en kundes ordre, såfremt denne er bekendt med, at ordren er afgivet på baggrund af intern viden.

Ligeledes skal fondshandlere og rådgivere, jf. pkt. 6.6, i deres virksomhed indføre regler og forretningsgange, som tilsigter at forhindre, at ansatte for egen regning, for selskabets eller gennem trediemand handler med værdipapirer på baggrund af intern viden.

Disse regler og forretningsgange skal efter anmodning sendes til Københavns Fondsbørs.

2.3. Bemærkninger til børslovgivning.

2.3.1. Intern viden.

Efter § 39 er intern viden defineret som »enhver oplysning, der endnu ikke er offentliggjort, og som må antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapiret.«

Definitionen er således ganske omfattende.

2.3.2. Personkreds

Af bemærkningerne til § 39 fremgår, at forbudet gælder »alle«, der har kendskab til endnu ikke offentliggjorte oplysninger. Alle er af Fondsbørsen blevet fortolket således, at juridiske personer også er omfattet af bestemmelsen. Herved undgås den vanskelige afgrænsning af, hvilke insidere der er omfattet af reglerne.

2.3.3. Administration af børsløvgivningen.

Administrationen af loven og de børsetiske regler foretages af Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet, uden at arbejdsdelingen klart fremgår af lovgrundlaget, jf. bilag 5.

Efter § 13 i lov om Københavns Fondsbørs kan fondsbørsbestyrelsen kræve oplysninger fra bestyrelsen, direktionen og revisor i et børsmæglerelskab og hos udstederne.

Efter § 35 i samme lov kan Finanstilsynet kræve oplysninger fra bestyrelse, direktion og revisor hos en udsteder, i børsmæglerelskaber og i pengeinstitutter og andre kreditinstitutter.

Fondsbørsbestyrelsen har pligt til at søge eventuelle overtrædelser bragt i orden ved forhandling. Dersom dette ikke fører til resultat, overgives sagen til tilsynet, som kan udstede pålæg om ændring af forholdet. Herudover kan der dels ske påtale samt orientering til offentligheden, dels suspendering eller sletning af de berørte værdipapirer fra noteringen på Fondsbørsen.

I sager, hvor Finanstilsynet mener, at der er sket overtrædelse af fondsbørslovens § 39, overgives sagerne til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet til videre foranstaltning, herunder tiltalerejsning.

2.3.4. Sanktioner.

I henhold til fondsbørslovens § 32 kan Finanstilsynet tilbagekalde et børsmæglerelskabs tilladelse til at handle på Københavns Fondsbørs, såfremt børsmæglerelskabet har tilsidesat de regler, der gælder for dets virksomhed, eller såfremt selskabets direktion eller bestyrelse skønnes ikke at udøve stillingen eller hvervet på forsvarlig måde. Tilsynet kan fastsætte en frist på 6 måneder til at bringe forholdet i orden og kan midlertidigt indsætte en ny direktion.

Derudover har Finanstilsynet mulighed for, jf. fondsbørslovens § 46, at udstede et pålæg, hvis det ikke ved forhandling med et børsmæglerelskab eller en udsteder har været muligt at nå til afklaring om et givent forhold. Et sådant pålæg til en udsteder eller et børsmæglerelskab kan offentliggøres.

Overtrædelse af fondsbørslovens § 39 straffes, jf. § 44, med bøde, hvis ikke højere straf er forskyldt efter anden lovgivning, jf. 2.4.3.

De børsetiske regler indeholder ikke direkte sanktionsbestemmelser, men Fondsbørsen kan indberette overtrædelsen til Finanstilsynet eller offentliggøre sin misbilligelse.

2.4. Anden lovgivning.

2.4.1. Lov om aktieselskaber. (Lovbekendtgørelse nr. 434 af 20. juni 1989).

I henhold til § 53 skal de enkelte medlemmer af selskabets bestyrelse og direktion ved deres indtræden i bestyrelsen eller direktionen give bestyrelsen meddelelse om deres aktiebesiddelser i selskabet og om deres aktie- og anpartsbesiddelser i selskaber inden for samme koncern og senere give meddelelse om erhvervelse og afhændelse af sådanne aktier og anparter. Meddelelserne skal indføres i en særlig protokol. For koncerners vedkommende kan bestyrelsen i moderselskabet dog vælge at føre en fælles protokol for samtlige selskaber.

Efter samme bestemmelses stk. 2 må bestyrelsesmedlemmer og direktører ikke udføre eller deltage i spekulationsforretninger vedrørende aktier i selskabet eller aktier og anparter i selskaber inden for samme koncern.

Der er sket én domfældelse på baggrund af ovennævnte bestemmelser (UfR 1977.7850).

2.4.2. Lov om aftaler og andre retshandler på formuerettens område. (Lovbekendtgørelse nr. 600 af 8. september 1986).

Aftalelovens § 33 foreskriver, at selv om en viljeserklæring ellers måtte anses for gyldig, kan den, til hvem erklæringen er afgivet, dog ikke påberåbe sig den, når det på grund af omstændighederne, som forelå, da erklæringen kom til hans kundskab, og hvorom han må antages at have været vidende, ville stride mod almindelig hæderlighed, om han gjorde den gældende.

Efter § 36 kan en aftale tilsidesættes helt eller delvist, hvis det vil være urimeligt eller i strid med redelig handlemåde at gøre den gældende. Det samme gælder andre retshandler.

Motiveringen for generalklausulen i § 36 var dobbelt. For det første var der hensynet til i almindelighed at beskytte forbrugerne og andre mod, at en kontraktspart misbruger sin overlegne stilling til at skaffe sig fordele ved at anvende vilkår, der ensidigt tjener den pågældendes interesse. For det andet ønskede man at modvirke den skadelige økonomiske virksomhed, der udøves af en begrænset personkreds.

Disse bestemmelser samt aftalelovens øvrige ugyldighedsregler kan bringes i anvendelse af den person, der har henholdsvis købt/solgt sine aktier af/til en insider for at få handlen erklæret ugyldig. Efter § 36 vil aftalen helt eller delvist kunne tilsidesættes.

Efter almindelige køberetlige regler vil der eventuelt efter reglerne om erstatning i kontraktforhold kunne opnås erstatning for tab i forbindelse med insiderhandel.

Den beskyttelse, som efter disse bestemmelser opnås i forbindelse med insiderhandel, kan formindskes, såfremt handlen er foregået gennem et børsmæglersekskab eller pengeinstitut. Det kan da være vanskeligt at finde frem til, hvem der er medkontrahent, eftersom denne ikke fremgår af notaen. Selv når medkontrahenten er kendt, kan det være vanskeligt at vide, om denne er insider. Der findes ikke nogen domspraksis på området.

2.4.3. Borgerlig straffelov. (Lovbekendtgørelse nr. 607 af 6. september 1986).

For bedrageri, jf. straffelovens § 279, straffes den, som, for derigennem at skaffe sig eller andre uberettiget vinding, ved retsstridigt at fremkalde, bestyrke eller udnytte en vildfarelse bestemmer en anden til en handling eller undladelse, hvorved der påføres denne eller nogen, for hvem handlingen eller undladelsen bliver afgørende, et formuetab. Bedrageri straffes med hæfte eller med fængsel indtil 1 år og 6 måneder.

§ 296 foreskriver straf af enten bøde, hæfte eller fængsel indtil 1 år for den person, der

- 1) udspreder løgnagtige meddelelser, hvorved prisen på varer, værdipapirer eller lignende genstande kan påvirkes,
- 2) gør urigtige eller vildledende angivelser angående aktieselskabers, andels-selskabers eller lignende foretagenders forhold gennem offentlige meddelelser, i beretninger, regnskabsopgørelser eller erklæringer til generalforsamlingen eller nogen selskabsmyndighed, ved anmeldelse til handelsregistret eller aktiesel-skabsregistret eller i indbydelse til dannelse af sådanne selskaber eller udbud af andele i dem,
- 3) overtræder de for aktieselskaber eller andre selskaber med begrænset ansvar gældende bestemmelser med hensyn til udfærdigelse af aktiebrev, andelsbeviser eller interimbeviser, anvendelse af overskud, udbetaling af udbytte og tantieme eller tilbagebetaling af indskud.

Det er en forudsætning, at vedkommende ikke kan straffes efter straffelovens § 279 (bedrageri). Såfremt de under nr. 2) og 3) nævnte handlinger begås af grov uagtsomhed, kan straffen fastsættes til bøde eller under skærpede omstændig-heder til hæfte, jf. stk. 2.

Der har endnu ikke været offentliggjort domfældelser i henhold til denne be-stemmelses stk. 1, nr. 1.

Bestemmelsen følges op af § 297, der foreskriver straf af bøde for den, som uden for de i § 296 nævnte tilfælde i dokumenter, forretningsbrev, cirkulærer eller bekendtgørelser mod bedre vidende gør urigtige angivelser om det af ham be-styrede eller repræsenterede selskabs økonomiske stilling.

Bestemmelsen omfatter alene skriftlige meddelelser. Denne bestemmelse har heller ikke været bragt i anvendelse.

Kapitel 3

Europæiske retsregler vedrørende samordning af retsfor skrifter for insider-handel

3.1. EF's direktiv om samordning af retsfor skrifter vedrørende insider-handel.

Udvalgets overvejelser om, hvilket materielt indhold reglerne om insider-handel bør have, har taget sit udgangspunkt i Rådets direktiv af 13. november 1989 (89/592/EØF) om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insider-handel (i det følgende kaldet »direktivet«), jf. bilag 1.

Formålet med direktivet er at harmonisere fællesskabsreglerne, således at det forhindres, at intern viden udnyttes i forbindelse med værdipapirtransaktioner. Direktivet skal endvidere smidiggøre indførelsen af det indre marked for værdipapirer og styrke medlemsstaternes mulighed for at bekæmpe insider-handler mere effektivt på tværs af grænserne.

Direktivet skal således ses i sammenhæng med den øvrige harmonisering af børs- og selskabslovgivningen i medlemsstaterne.

Forslaget omfatter som udgangspunkt *transaktioner med børsnoterede værdipapirer*. Undtaget fra direktivet er transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller et andet organ, som staten giver beføjelse dertil, når det sker i forbindelse med statens monetære politik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik. Medlemsstaterne kan fra reglerne undtage handel, der uden en professionel formidlers medvirken finder sted uden for et børsmarked.

Direktivet definerer *personkredsen* og son drer her mellem primære og sekundære insidere. *Ved primære insidere* forstås i henhold til artikel 2:

- personer, der er medlem af det udstedende selskabs administrations-, ledelses- eller tilsynsorgan;
- personer, der besidder »kapitalinteresser« i det udstedende selskab, samt
- personer, der via deres beskæftigelse, erhverv eller funktion har adgang til sådan viden.

Sekundære insidere defineres i artikel 4 som personer, der er i besiddelse af intern viden, som direkte eller indirekte kun kan stamme fra en primær insider.

Direktivets artikler 2 og 4 forbyder enhver insider at handle - direkte såvel som indirekte - med værdipapirer på baggrund af intern viden. Desuden indføres der

for så vidt angår primære insidere, jf. artikel 3, forbud mod at videregive intern viden, samt forbud mod på baggrund af en sådan viden at tilskynde trediemand til at handle med værdipapirer.

Direktivet indeholder således *to forbud*, dels forbud mod insider-handel og dels forbud mod videregivelse m.v. af intern viden. I det følgende betegnes disse forbud under ét som *insider-forbudene*.

Direktivet fastslår desuden, *at udstedere er pålagt informationspligt* vedrørende væsentlige forhold. Den kompetente myndighed kan dog dispensere fra dette krav.

Der skal udpeges en kompetent *myndighed til at kontrollere* overholdelse af direktivteksten.

Ifølge direktivets artikel 13 overlades det til medlemsstaterne at fastsætte de *sanktioner*, som skal bringes i anvendelse ved overtrædelse af bestemmelserne. Sanktionerne skal være tilstrækkelig strenge til at tilskynde til overholdelse af bestemmelserne.

Direktivet er et *minimumsdirektiv*, hvilket betyder, at medlemsstaterne kan fastsætte strengere regler end de samordnede regler.

Direktivet skal være implementeret senest *den 1. juni 1992*.

3.2. Europarådskonvention nr. 130 om Insider-trading.

Europarådskonventionen om Insider-trading blev vedtaget den 20. april 1989.

Udgangspunktet for konventionen er, at insider-handel svækker den nødvendige tillid til værdipapirmarkederne. På grund af internationaliseringen af værdipapirhandelen er det fundet vigtigt at styrke det internationale samarbejde for henholdsvis at modvirke og opklare insider-handel.

Formålet med konventionen er at bedre grundlaget for informationsudveksling mellem tilsynsmyndighederne i de lande, der har tiltrådt konventionen, hvorfor konventionen hovedsagelig indeholder regler om udveksling af informationer og om samarbejde mellem tilsynsmyndighederne i de enkelte lande (art. 2-11).

Konventionens definition af insidere (art. 1) omfatter som udgangspunkt personer, der er ansat eller på anden måde har tilknytning til udstederen.

Disse personer skal desuden til egen eller tredjemands fordel have forsøgt at udnytte viden, som ikke var offentliggjort, og som antagelig ville have en væsentlig betydning for prisfastsættelsen på værdipapirmarkedet.

Konventionen er ikke tiltrådt af Danmark.

Kapitel 4

Begrebsfastlæggelse

Insider-forbudene forudsætter fastlæggelse af to centrale begreber, dels hvad der forstås ved »intern viden« (jf. kapitel 4.1), dels hvilke »værdipapirer« der skal være omfattet (jf. kapitel 4.2). Direktivets artikel 1 definerer disse begreber, men bestemmelserne er ikke udtømmende og ej heller ganske entydige. Det er derfor nødvendigt før fastlæggelse af det materielle indhold af de danske insider-forbud at afgrænse disse begreber nærmere. I forbindelse hermed skal der tages hensyn til, dels at direktivet skal have en ensartet fortolkning i alle medlemsstaterne, dels at det er nødvendigt at indpasse begreberne i det begrebsapparat, som allerede anvendes i dansk selskabs- og børslovgivning.

4.1. Intern viden.

Begrebet intern viden er af central betydning for fortolkningen af direktivet og dermed for fastlæggelsen af de danske regler, idet medlemsstaterne har pligt til at forbyde visse handlinger, jf. artiklerne 2-5, der foretages af personer, som er i besiddelse af intern viden.

Ved »intern viden« forstås, jf. direktivets artikel 1, viden, 1) som *ikke* er offentliggjort, 2) som er af *præcis karakter*, 3) som vedrører enten *udstedere* af værdipapirer eller selve *værdipapirerne*, og 4) som *mærkbart* ville kunne påvirke kursen, hvis den pågældende viden blev offentliggjort.

4.1.1. Ikke-offentliggjort viden.

Såvel direktivet som fondsbørslovens § 39 forudsætter, at der foreligger *ikke-offentliggjort* information. Der er næppe nogen forskel mellem begrebet »offentliggjort viden« i direktivets artikel 1 og »offentliggjorte oplysninger« i fondsbørslovens § 39, der forudsætter kendskab til endnu ikke offentliggjorte oplysninger.

Hverken direktivet eller fondsbørslovens § 39 fastlægger, hvornår en oplysning kan anses for *offentliggjort*. Spørgsmålet om, hvornår en oplysning må anses for offentliggjort, har betydning såvel i relation til selve forbudet mod insider-handel som i relation til forbudet mod videregivelse af intern viden.

En række af EF's børsdirektiver indeholder særlige regler om pligt til at offentliggøre kursfølsomme oplysninger. Dette gælder f.eks. direktivet om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et

børsnoteret selskab (88/627/EØF) samt direktivet om selskabers oplysningsforpligtelser (79/290/EØF).

Ligeledes findes der i dansk ret bestemmelser vedrørende udstedernes oplysningsforpligtelser, jf. fondsbørslovens § 19, betingelsesbekendtgørelsen (bekendtgørelse nr. 707 af 18. oktober 1990), de børsetiske regler samt de af Københavns Fondsbørs udstedte regler om »Oplysningsforpligtelser for udstedere af børsnoterede værdipapirer«.

Efter de danske regler anses udstederens oplysningsforpligtelse for opfyldt, når oplysningerne er kommet frem til Fondsbørsen, jf. fondsbørslovens § 19, stk. 3.

Disse regler om udstederernes oplysningsforpligtelser retter sig primært mod udstederen, dennes bestyrelses- og direktionsmedlemmer, samt udstederens rådgivere. I relation til spørgsmålet om, hvornår der ikke længere er tale om intern viden, således at insider-forbudene ikke kan anvendes, er det for denne gruppe af insidere væsentligt at opstille en klar regel om, hvordan man med sikkerhed kan bringe sig uden for forbudene.

Med hensyn til andre insidere, som hverken har ret eller pligt til at offentliggøre oplysninger vedrørende en udsteders forhold, kan problemet være et andet. Der kan forekomme tilfælde, hvor en udsteder ikke har opfyldt sin oplysningsforpligtelse over for Fondsbørsen, men den pågældende viden i større eller mindre grad alligevel er kendt i offentligheden. Afhængig af de nærmere omstændigheder vil det næppe altid over for de her omtalte insidere være rimeligt at fastholde, at der er tale om intern viden helt hen til det tidspunkt, hvor udstederen har offentliggjort oplysningerne via Københavns Fondsbørs. Der er dog også i denne situation behov for at opstille kriterier for, hvornår der ikke længere er tale om intern viden, således at personer, som ikke har nogen direkte tilknytning til udstederen, har mulighed for at afgøre, hvornår der på ny må handles med de værdipapirer, som berøres af intern viden.

Selvom udvalgets lovforslag ikke sonder mellem primære og sekundære insidere for så vidt angår selve insiderforbudene, som gælder for enhver, jf. kapitel 6.2 og 8.1.1, vil det efter udvalgets opfattelse i praksis være nødvendigt at sondre mellem disse to grupper ved bedømmelse af, om offentliggørelse er sket, ligesom sondringen mellem primære og andre insidere også på andre områder har betydning for insider-reglernes anvendelse, jf. kapitlerne 6.2, 6.8 og 8.1.3.

Ved fastsættelse af, *hvornår* en oplysning i relation til insider-forbudene kan

anses for offentliggjort, finder udvalget, at der skal være sket en for markedet generel og relevant videreformidling af oplysningerne.

Hensynet til retssikkerheden og til håndhævelsen af insider-forbudene taler for at skabe størst mulig klarhed over, hvornår offentliggørelse er sket.

Ved fastlæggelsen af, hvornår en oplysning ikke længere kan betragtes som intern viden, kan der sondres mellem flere former for offentliggørelse:

1. offentliggørelse derved, at oplysningen er fremsendt til Fondsbørsen og herfra er videresendt via Fondsbørsens informationssystem,
2. offentliggørelse derved, at oplysningerne er fremsendt til Fondsbørsen,
3. offentliggørelse gennem massemedier, incl. elektroniske medier, med generel udbredelse,
4. offentliggørelse gennem visse elektroniske medier, som i særlig grad benyttes af markedets direkte deltagere, fx Reuters og Børsinformation Telecom,
5. optagelse af oplysningerne i de tidsskrifter og registre, som i visse henseender er tillagt særlige retsvirkninger,
6. offentliggørelse i form af artikler, kommentarer, ledere, interviews m.v. i fagskrifter eller andre publikationer med mere begrænset udbredelse,
7. offentliggørelse ved direkte meddelelse til aktionærerne og medarbejderne eller på selskabets generalforsamling.

Udvalget finder, at offentliggørelse ubetinget må anses for sket, når oplysningerne er kommet frem til Fondsbørsen og videresendt herfra, jf. situation 1. Herved anvises også den måde, hvorpå udstedere kan foretage offentliggørelse med den retsvirkning, at man ved, at insider-forbudene herefter ikke finder anvendelse. Den omstændighed, at der i praksis ofte går et kortere tidsrum, inden oplysningerne er kommet til markedets kundskab, bør efter udvalgets opfattelse ikke tillægges betydning, idet spørgsmålet om kundskab afhænger af konkrete forhold hos den enkelte markedsdeltager. Eventuelle beskyttelsesbehov må herefter tilgodeses af andre regler, herunder navnlig aftalelovens ugyldighedsregler, jf. ovenfor i kapitel 2.4.2.

Udvalget ønsker i denne forbindelse at understrege, at denne offentliggørelsesform både teoretisk og praktisk fortsat bør være hovedreglen for selskaber, der er optaget til notering på Københavns Fondsbørs, jf. fondsbørslovens § 19. Offentliggørelse via Fondsbørsen skal derfor ske, uanset om oplysningerne allerede er udbredt gennem massemedier.

Udvalget finder som udgangspunkt ikke, at offentliggørelse kan anses for at være sket, blot oplysningerne er fremsendt til Fondsbørsen, jf. situation 2. Da Fondsbørsen normalt videresender oplysningerne til abonnenterne kort tid efter modtagelsen, må det antages, at handel med værdipapirer, hvor oplysninger endnu ikke er videresendt fra Fondsbørsen, alene vil finde sted i særegne tilfælde, f.eks. hvor den, der handler, har en nærmere tilknytning til den udsteder, som har fremsendt oplysningerne til Fondsbørsen. I disse tilfælde vil det være relevant at diskutere, om den person, der handlede, vidste eller burde vide, at der var tale om ikke offentliggjorte oplysninger, jf. kapitel 6.1. Vidste den, der handlede, at oplysningerne var fremsendt til Fondsbørsen, men var vedkommende uvidende om, at oplysningerne p.g.a. en ekspeditionsfejl hos Fondsbørsen ikke var videresendt herfra, bør personen ikke betragtes som insider. Omvendt bør den, der bevidst handler straks efter, at oplysningerne er givet til Fondsbørsen, men inden de er videresendt herfra, betragtes som insider.

I tilfælde, hvor der ikke er sket offentliggørelse via Fondsbørsen, finder udvalget, at en oplysning i særlige tilfælde kan have fået en sådan generel udbredelse gennem massemedierne, jf. situation 3, at det på et tidspunkt ikke længere findes rimeligt at tale om intern viden. De, der handler, vil ofte være personer, som ikke har nogen nærmere tilknytning til udstederen, og derfor alene gennem massemedierne er kommet i besiddelse af den viden, som endnu ikke er offentliggjort ifølge situation 1.1 sådanne situationer må man foretage en konkret vurdering af, om der i forhold til markedet som helhed er sket en generel og relevant videreformidling af oplysningerne.

Udover Københavns Fondsbørs informationssystem findes der andre elektroniske medier, som bringer kursrelevante oplysninger, fx Reuters og Børsinformation Telecom, jf. situation 4. Disse informationssystemer benyttes i ikke uvæsentligt omfang som informationskilde for markedsdeltagerne. Der forekommer tilfælde, hvor kursrelevante oplysninger bringes i disse medier og derfor kommer til markedsdeltageres kundskab, før oplysningerne er videresendt fra Københavns Fondsbørs. Udvalget finder, at der her som i situation 3 må foretages en konkret vurdering af, om der i forhold til markedet som helhed er sket en generel og relevant videreformidling af oplysningerne. Såfremt den manglende videre-

sendelse af en oplysning, der er fremsendt til Københavns Fondsbørs, skyldes, at Fondsbørsen ønsker nærmere afklaring af dens indhold forinden videresendelse af meddelelsen, vil Fondsbørsen have etableret en børspause i handlen med den pågældende udsteders værdipapirer og derved indirekte have underrettet markedet om, at en væsentlig meddelelse er på vej.

Med hensyn til situation 5, hvor en oplysning er optaget i de tidsskrifter eller registre, som i visse henseender er tillagt særlige retsvirkninger, finder udvalget ikke, at man i relation til insider-forbudene normalt kan opretholde kravet om, at offentliggørelse først er sket, når oplysninger er videresendt fra Fondsbørsen. Når en oplysning er tilgængelig i tingbogen, Dansk Patenttidende eller i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, kan den person, som *alene* har sin viden herfra, ikke være omfattet af insider-forbudene. Er der derimod tale om en person, som har tilknytning til udstederen, således at den pågældende herigennem besidder intern viden, vil der normalt foreligge insider-handel, selv om den pågældende - som »undskyldning« for misbrug - kan henvise **til**, at oplysningerne er tilgængelige i offentlige registre m.v.

Udvalget ønsker i denne sammenhæng og i lighed med direktivets præambel at fastslå, at vurderinger, som *alene* er udarbejdet på grundlag af offentligt tilgængelige oplysninger, f.eks. oplysninger i Erhvervs- og Selskabsstyrelsen, ikke kan betragtes som intern viden. Aktieanalyser og andre vurderinger, som *alene* er udarbejdet på grundlag af offentliggjort regnskabsmateriale og anden form for offentligt tilgængeligt materiale, hvad enten dette materiale hidrører fra udstederne, det offentlige eller andre offentligt tilgængelige kilder, er således ikke intern viden og derfor uden for reglerne om insider-handel. Baseres aktieanalyser m.v. derimod på ikke-offentliggjorte oplysninger, er forbudet om insider-handel gældende.

Endelig finder udvalget, at de ovenfor under 6 og 7 nævnte former for offentliggørelse for primære insidere normalt ikke i sig selv kan anses for tilstrækkelige til at bringe insider-forbudene til ophør.

Ved afgørelse af, om der i situationerne 2-7 er sket en offentliggørelse, må der i tvivlstilfælde foretages en konkret vurdering, hvorved de generelle betragtninger anført i kapitel 5 må være afgørende.

4.1.2. Viden af præcis karakter.

Intern viden kan angå dels konkrete oplysninger om allerede indtrufne eller om kommende begivenheder og dels oplysninger af mere generel karakter, der vil kunne sætte personen i stand til at foretage en mere korrekt vurdering af selskabets fremtidige forhold. Ved at kræve, at der skal foreligge en viden *af præcis karakter*, sætter direktivet en nedre grænse for den viden, der skal foreligge, for at anvende insider-forbudene.

Udvalget finder ikke, at der er behov for at medtage denne begrænsning, idet kravet om præcis karakter skønnes at have ringe selvstændig betydning. Viden af vag og generel karakter, som anvendes i forbindelse med vurdering af selskabets fremtidige udvikling, kan som hovedregel ikke antages at ville få indflydelse på kursen. Hertil kommer, at kravet om viden af præcis karakter i høj grad vil kunne vanskeliggøre en eventuel bevisførelse.

4.1.3. Viden vedrørende udstederen, værdipapirer eller markedsforhold.

Den viden, der ifølge direktivet kan være intern viden, skal angå enten *udstederne* eller *værdipapirerne*. Det sidste betegner en udvidelse i forhold til § 39 i lov om Københavns Fondsbørs, der alene angår viden vedrørende udstederne.

Ved en henvisning til viden vedrørende selve værdipapirerne præciseres det, at oplysninger om påtænkte generelle eller specifikke økonomiske/politiske beslutninger, som fx en renteændring, kan være intern viden med den virkning, at fx offentligt ansatte og andre, som har kendskab til sådanne endnu fortrolige foranstaltninger, er afskåret fra at handle med de værdipapirer, hvis kurs må antages at blive berørt af de påtænkte indgreb. Såfremt kursen på alle værdipapirer af en bestemt type, fx obligationer eller aktier, inden for et bestemt erhverv må antages at blive påvirket af de påtænkte ikke-offentliggjorte foranstaltninger, foreligger der intern viden i forhold til alle de berørte værdipapirer.

Udvidelsen har endvidere betydning i relation til futures og optioner, idet viden om det underliggende værdipapir også er af betydning for kursdannelsen på disse instrumenter.

Udvalget har overvejet, hvorvidt viden om en tredjemands planer om at købe eller sælge en betydende post af et bestemt værdipapir kan karakteriseres som intern

viden om det pågældende værdipapir eller udstedende selskab. Udvalget finder, at kendskab til andres planer om køb/salg af en betydende post af et bestemt værdipapir, herunder majoritetsovertagelse og egentlige overtagelsesforsøg, bør være omfattet af udvalgets forslag til nye insider-bestemmelser. Der er her tale om viden vedrørende markedsforholdene. Til støtte herfor fremføres, at i visse tilfælde vil sådanne skridt være omfattet af udstedernes oplysningsforpligtelser over for Fondsbørsen, og at Fondsbørsen i sådanne situationer kan træffe beslutning om suspension af kursnoteringen af værdipapiret eller overførsel af værdipapiret til observationslisten. Endelig skal det anføres, at de sager om insider-handel i USA, som har givet anledning til megen omtale, oftest er udsprunget af intern viden om forestående overtagelsestilbud.

Det er nødvendigt at ændre bestemmelsen i § 39, således at den også omfatter de netop omtalte situationer.

Udvalgets flertal finder at formuleringen »oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse« er dækkende. Med vendingen »markedsforhold vedrørende disse«, som betegner en sproglig udvidelse i forhold til direktivteksten, tilsigter flertallet ikke en bredere afgrænsning end efter direktivet. Flertallets forslag skal alene opfattes som en mere præcis formulering.

Et *mindretal* (Carsten Andersen) kan ikke anbefale, at intern viden efter lovtæksten kommer til at omfatte »markedsforhold«, idet der herved opstår risiko for, at begrebet ved domstolenes tolkning af bestemmelsen vil kunne få en videre betydning end tilsigtet. Almindelige informationer om markedsforhold bør således ikke være omfattet af begrebet intern viden, og de af udvalget nævnte eksempler vil være dækket af en ordlyd svarende til direktivets, d.v.s. intern viden angående udstederne eller værdipapirerne.

4.1.4. Mærkbar kurspåvirkning.

Den interne viden skal ifølge definitionen i direktivets artikel 1 *mærkbar* ville kunne påvirke kursen på det pågældende værdipapir.

Det er ikke nærmere præciseret i direktivet, hvornår en kurspåvirkning må anses for at være mærkbar. Mærkbarhedskriteriet er dog et velkendt begreb i EF-retten, idet det f.eks. anvendes ved vurderingen af aftaler m.v., der kan indebære en konkurrencebegrænsning i henhold til traktatens artikel 85.

Mærkebarhedskriteriet adskiller sig næppe fra det i dansk ret almindeligt anvendte væsentlighedskriterium.

Direktivets mærkebarhedskriterium indebærer ikke, at der rent faktisk skal ske en mærkebar kurspåvirkning, men alene at den pågældende viden er egnet til mærkebart at påvirke kursen, jf. ordene »ville kunne« i artikel 1.

I fondsbørslovens § 39 stilles der ikke noget kvalificeret krav til den betydning, offentliggørelse af intern viden vil kunne få på kursdannelsen. Det kræves, at offentliggørelse »må antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapiret«. En anvendelse af mærkebarhedskriteriet vil derfor kunne begrænse rækkevidden af insider-forbudene. Dette må være tilfældet, uanset at domstolene ved bevisvurderingen må formodes at anvende en væsentlighedsbetragtning, således at oplysninger skal have en vis betydning for kursdannelsen, for at man vil statuere overtrædelse af insider-forbudene.

Et mærkebarhedskriterium ville formentlig ej heller kunne være identisk for aktier og obligationer.

Udvalgets flertal finder, at der ikke bør indføres et mærkebarhedskriterium i dansk ret, idet der herved vil ske en uønsket lempelse af den nugældende bestemmelse. Det fremføres til støtte herfor, at den nugældende bestemmelse ikke har ført til ubegrundede sager om insider-handel, ligesom det ikke vil være muligt mere præcist at afgrænse, hvad der skal forstås ved en mærkebar kurspåvirkning. Ønsket om at begrænse forudseelige og uønskede problemer med hensyn til bevis og årsagssammenhæng taler ligeledes imod at indføre et mærkebarhedskriterium. Endelig er det flertallets opfattelse, at domstolene, selv uden et mærkebarhedskriterium, har tilstrækkelig mulighed for at afgrænse, hvilke oplysninger der skal foreligge for at være omfattet af insider-forbudene.

Et *mindretal* (Peter Fosdal, Uffe Lind Rasmussen, Oluf Engell, Carsten Andersen og Torben Gjede) finder, at der i lovtæksten i overensstemmelse med direktivets udgangspunkt bør indføres et udtrykkeligt mærkebarhedskriterium. Mindretallet henviser til, at domstolene, selv uden et udtrykkeligt mærkebarhedskriterium, i overensstemmelse med dansk retstradition alligevel vil støtte sig på en væsentlighedsbetragtning. Mindretallet henviser i denne forbindelse til, at det er flertallets opfattelse, at domstolene, selv uden et mærkebarhedskriterium, har tilstrækkelig mulighed for at afgrænse, hvilke oplysninger der skal foreligge for at være omfattet af forbudet mod insider-handel. Mindretal-

let finder det ikke godt gjort, at der er særlige grunde, der tilsiger, at man ikke indfører et væsentlighedskriterium.

Mindretallet fremfører, at insider-forbudets rækkevidde især giver anledning til problemer for så vidt angår civile sager, og at den gældende bestemmelses ordlyd er så vid, at mange investorer, kreditgivere m.v. ofte vil være i besiddelse af oplysninger, der ikke er offentliggjorte. Herved bliver der en nærliggende risiko for, at transaktioner, som foretages ud fra almindelige forretningsmæssige overvejelser, viser sig at være omfattet af insider-forbudet. Denne problemstilling bliver af særlig betydning, såfremt juridiske personer betragtes som en enhed, således at der foreligger overtrædelse af insider-forbudet, hvis en afdeling i en virksomhed har handlet med værdipapirer samtidig med, at der i en anden afdeling findes oplysninger af ovennævnte karakter.

4.1.5. Egnethedskriterium.

Udvalget har overvejet, hvorvidt man skal opretholde udtrykket »må antages« i fondslovens § 39. Udtrykket »må antages« synes at indebære en svækkelse af beviskravene (som i aftalelovens § 33) vedrørende årsagssammenhæng mellem oplysning og kursdannelse, således at det er lettere at bevise, at der foreligger insider-handel. Udvalget har i forlængelse heraf overvejet, om man eksplicit i insider-forbudene skal nævne, om oplysningerne var egnede til at påvirke kursdannelsen. Egnethedskriteriet har den fordel, at spørgsmålet om årsagssammenhæng derved sættes i baggrunden.

Udvalget finder, at den nuværende formulering i fondslovens § 39 »... må antages at få betydning for kursdannelsen ...« bør opretholdes.

4.2. Værdipapirer omfattet af forbudet.

Direktivets artikel 1 definerer, hvilke *værdipapirer* der er omfattet af direktivet. Det omfatter dels aktier og obligationer samt dermed ligestillede værdipapirer, dels lånekapital med konverteringsret. Derudover finder direktivet anvendelse på andre værdipapirer, som er baseret på aktier, obligationer og lignende, f.eks. futures, terminskontrakter og andre terminshandler samt obligationer og indekserede aftaler vedrørende aktier, obligationer og lignende. Anvendelsesområdet

varierer således i takt med, at markedet ændres, og alle de papirer, der handles over Københavns Fondsbørs, vil være omfattet af insider-forbudene.

Direktivet finder kun anvendelse på de nævnte værdipapirer, for så vidt disse er optaget til omsætning på et *reguleretmarked*, som kontrolleres af offentligt anerkendte myndigheder, og som fungerer regelmæssigt og er direkte eller indirekte tilgængeligt for offentligheden, jf. direktivets artikel 1, nr. 2.

Bestemmelsen skal sammenholdes med direktivets artikel 5, der foreskriver, at hver medlemsstat skal lade forbudene i artikel 2-4 gælde for handlinger, der foretages på dens område, i det omfang værdipapiret er optaget til omsætning på markedet »i en medlemsstat«.

For Danmarks vedkommende vil alene Københavns Fondsbørs opfylde betingelsen om et reguleret marked.

Fondsbørslovens § 39 angår alene »børsnoterede værdipapirer«, hvorved forstås værdipapirer, der er optaget til notering på Københavns Fondsbørs, jf. § 2. Værdipapirer, der kun er optaget på andre regulerede markeder, f.eks. udenlandske børser, er derimod ikke omfattet af fondsbørslovens § 39.

Det er derfor nødvendigt at udvide bestemmelsens anvendelsesområde, således at insider-forbudene også angår værdipapirer, der er optaget på et eller flere regulerede markeder for værdipapirer inden for EF. Udvalget finder det ikke hensigtsmæssigt at fastsætte lister over, hvilke markeder der er omfattet.

Begrebet »børsnoterede værdipapirer« må fortolkes således, at det omfatter alle de instrumenter, der er optaget til handel og kursnotering på Københavns Fondsbørs. Begrebet »børsnoterede værdipapirer« skal således sammenholdes med fondsbørslovens § 2, der foreskriver, at aktier, obligationer, andele i investeringsforeninger og lignende værdipapirer samt andre værdipapirer efter industriministerens tilladelse kan optages til offentlig handel og kursnotering. Ved lignende værdipapirer forstås f.eks. konvertible gældsbreve, tegningsrettigheder og warrants. Også optioner og futures vil kunne optages til notering på Københavns Fondsbørs, hvilket er tilfældet for kontrakter om futures og optioner med institutter, som er tilsluttet Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Det er udvalgets vurdering, at finansielle instrumenter, som fx futures og optioner, der er optaget til notering på Københavns Fondsbørs, allerede er omfattet af det eksisterende forbud mod insider-handel i fondsbørslovens § 39.

Udvalget har ikke fundet anledning til at foreslå generelt at inddrage unoterede værdipapirer under insider-forbudene. Dette ville bl.a. kræve ændringer i aktieselskabsloven og muligvis ny lovgivning om værdipapirhandel generelt.

Udvalget finder dog, at finansielle instrumenter, der ikke er optaget til notering på et reguleret marked, som udgangspunkt også bør være omfattet af insiderforbudene, såfremt de finansielle instrumenter er knyttet til værdipapirer, der er optaget til notering på Københavns Fondsbørs, f.eks. terminsforretninger der vedrører børsnoterede værdipapirer. Dette er en udvidelse i forhold til direktivet, men det er udvalgets vurdering, at der vil være store omgåelsesmuligheder og dermed risiko for, at handlen med finansielle instrumenter placeres på et ureguleret marked, medmindre sådanne instrumenter generelt er omfattet af insiderforbudene. Da der er tale om en udvidelse i forhold til direktivets anvendelsesområde, finder udvalget, at udvidelsen alene bør angå finansielle instrumenter, der er knyttet til værdipapirer, som noteres på et reguleret marked i Danmark, d.v.s. værdipapirer, som er optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

Udvalget har overvejet, hvorvidt insiderforbudene tillige bør udstrækkes til at gælde for værdipapirer optaget til notering på børser uden for EF. Det er udvalgets vurdering, at et generelt forbud ikke er ønskeligt. Håndhævelsen af et sådant forbud forudsætter dels en vis harmonisering af det materielle forbud mod insiderhandel, dels at der er fastlagt nærmere procedurer for samarbejde mellem tilsynsmyndighederne i de pågældende lande. Udvalget finder dog, at værdipapirer optaget til notering på en børs i de nordiske lande bør omfattes af de danske regler.

Da anvendelsesområdet for insiderforbudene udvides ganske betragteligt, finder udvalget, at det er nødvendigt at definere, hvilke værdipapirer der er omfattet af forbudet.

Udvalget foreslår, at forbudene omfatter værdipapirer af enhver art, herunder finansielle instrumenter, der er optaget til handel på en børs eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer inden for EF eller de nordiske lande, samt unoterede finansielle instrumenter, hvis prisfastsættelse afhænger af kursnoteringen på et eller flere værdipapirer, som er optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

Der skal endvidere i forhandling mellem Finanstilsynet og anklagemyndigheden tages stilling til, hvor langt man mener, Danmark kan udøve sin jurisdiktionskompetence. Udgangspunktet må i denne relation være, at det i størst muligt

omfang søges sikret, at der ikke opstår situationer, hvor potentielle insidere kan opnå »frihandels-områder«, f.eks. derved at man ved at afgive en ordre om køb eller salg fra et bestemt land kan komme uden for de danske regler om insiderhandel. Dette drøftes i kapitel 9.

Kapitel 5

Principper bag insider-forbudene

Direktivet indeholder to insider-forbud; dels et forbud mod insider-handel, som omtales i kapitel 6, dels et forbud mod videregivelse af intern viden og mod tilskyndelse til handel på baggrund af intern viden, der omtales i kapitel 8.

Forinden de enkelte forbud omtales, ønsker udvalget kort at redegøre for de overvejelser, som ligger bag ønsket om at gennemføre insider-forbudene.

Ønsket om at gennemføre insider-forbudene må ses i sammenhæng med et generelt ønske om at sikre et effektivt og velfungerende marked for tilvejebringelse af kapital. Dette fremgår også af direktivets præambel, der dog må ses i lyset af, at der i flere EF-lande er børspligt, det vil sige, at handlen med børsnoterede værdipapirer skal ske over børsen.

Afgørende for værdipapirhandlen, herunder handlen over Fondsbørsen, er blandt andet investorenes tillid til, at de stilles lige. Denne tillid kan svækkes, såfremt der forekommer insider-handel, idet visse investorer herved opnår en fordel, som andre ikke har mulighed for. Formålet med at indføre insider-forbud, som er Strafsanktionerede, er således primært at sikre en generel samfundsmæssig interesse i at skabe og bevare *tilliden til det finansielle marked*. Beskyttelsen af den enkelte køber/sælger opnås ved anvendelse af almindelige civile retlige regler om ugyldighed, misligholdelse og erstatning, jf. kapitel 11, samt straffelovens kapitel 28 og 29 om formueforbrydelser. Strafsanktionering af insider-forbudene er således i mindre grad begrundet ud fra et ønske om at beskytte de personer, der som køber eller sælger i det konkrete tilfælde handler med en insider. Der kan således være tale om en Strafsanktioneret overtrædelse af forbudet mod insider-handel i en situation, hvor en køber/sælger af værdipapirer er bekendt med og har accepteret at handle med en medkontrahent, som besidder intern viden.

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

Udvalget ønsker at understrege, at man ved fastlæggelsen af rækkevidden af insider-forbudene såvel ved den nærmere afgrænsning af forbudene som i de konkrete tilfælde må lægge vægt på det generelle formål, som ønskes tilgodeset med disse forbud. Insider-forbudene må ses som et udslag af de tre grundprin-

cipper for børshandel, nemlig kravet om *redelighed*, om *gennemskuelighed* og om *ligelighed*, jf. generalklausulen i fondsbørslovens § 11. Specielt i relation til insider-forbudene er der behov for at beskytte mod *uhæderlig anvendelse af intern viden*.

Udvalget har på en række områder anbefalet løsninger, der rækker videre end minimumsdirektivet. Således *ved* en vid afgrænsning af begrebet intern viden, jf. kapitel 4.1; *ved* at lade insider-forbudene omfatte mere end den forsætlige udnyttelse af intern viden, jf. kapitel 6.1; og *ved* at pege på den videst mulige definition af personkredsen, som omfattes af insider-forbudene, jf. kapitel 6.2 og 8.1.1. Baggrunden for disse anbefalinger er ønske om at undgå at vanskeliggøre bevisførelsen gennem indsnævrende afgrænsningsregler.

Hvis disse regler ikke skal få uønskede konsekvenser for den almindelige handel baseret på almindelig forretningsmæssig adfærd, er det en forudsætning, at myndighederne og domstolene ved deres vurdering af konkrete sager tager de ovennævnte hensyn i betragtning, herunder især at forbudet mod insider-handel sigter på at forhindre uhæderlig anvendelse af intern viden.

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

Et *mindretal* (Klaus Struwe) har, som et supplement til principperne bag insider-forbudet, peget på, at fondsbørsreformen af 1986 havde til formål at styrke det danske værdipapirmarked med Københavns Fondsbørs i en central rolle, men at reformen ikke indeholdt en klar markedsopfattelse.

Ifølge fondsbørslovens § 1 har Københavns Fondsbørs til formål at drive børsvirksomhed ved regelmæssigt at sammenføre både købs- og salgstilbud i værdipapirer til offentlig handel og kursnotering. Københavns Fondsbørs skal ifølge fondsbørslovens § 11 virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handelen og prisdannelsen på fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskuelig måde og inden for lovgivningens rammer og sikrer alle berørte ligelig behandling.

Adgang til at deltage i den handel og kursnotering, som Fondsbørsen har ansvaret for, har børsmæglerselskaberne og Danmarks Nationalbank. Det er denne handel mellem børsmæglerselskaber, - børshandelen — som mindretal-

let mener, Københavns Fondsbørs bør koncentrere sin indsats om. Børshandelen må holdes fri for insider-handel, uanset om handelen finder sted ved hjælp af de elektroniske handelssystemer eller som indberetningshandel. Københavns Fondsbørs har om denne handel fuld viden gennem de elektroniske handelssystemer og indberetningssystemet.

Den handel, der finder sted mellem børsmæglerselskaberne og disses kunder, mellem kontoførende institutter og mellem disse institutter og deres kunder, er ikke - men vil ofte føre til - børshandel.

For eksempel vil et børsmæglerselskab købe værdipapirer på børsmarkedet som kommissionær for en kunde eller med henblik på videresalg til kunden, hvis børsmæglerselskabet ikke har værdipapirerne i sin egenbeholdning.

Ved handel, der ikke er børshandel, vil der være et direkte forhold mellem køber og sælger, der på én gang vanskeliggør insider-handel og fremmer mulighederne for at anvende aftalelovens bestemmelser på en handel.

Mindretallet finder endelig, at Københavns Fondsbørs betydning vil blive svækket, når den fulde indberetningspligt, der i fondsbørs loven er pålagt kontoførende institutter i Værdipapircentralen, implementeres, fordi delmarkeder, der ikke er en del af børsmarkedet, kommer til at fremtræde som en del af Fondsbørsen.

Hvis Københavns Fondsbørs skal have kompetence til at overvåge den handel, der ikke er børshandel, vil det være en ændring af principperne bag fondsbørsreformen af 1986, der medfører gennemgribende ændringer i fondsbørsloven.

Et *andet mindretal* (Oluf Engell) fremhæver, at insiderforbudet alene bør ramme den retsstridige adfærd, f.eks. hvor der foreligger udnyttelse, utilbørlig adfærd eller manglende hæderlighed. Det er en retlig standard, som i praksis må tilpasses efter udviklingen og tidens krav.

Mindretallet er enig med flertallet i, at det ikke er nødvendig udtrykkelig at indføre retsstridighedskriteriet i lovtæksten. Dels må det gælde i kraft af almindelige retsgrundsætninger, dels vil en udtrykkelig indføjeelse kunne misforstås som en ikke tilsigtet indskrænkning i forhold **til** det gældende forbud i fondsbørslovens § 39.

Kapitel 6

Forbud mod insider-handel

6.1. Tilregnelsskravet.

Forbudet mod insider-handel findes i direktivets artikel 2, jf. artikel 4. Personer, der er i besiddelse af intern viden, forbydes direkte eller indirekte for egen eller tredjemands regning at erhverve eller afhænde værdipapirer, som er berørt af den interne viden, når disse personer bevidst udnytter denne viden.

Med formuleringen »bevidst udnytter« stilles der krav om forsæt i forbindelse med udnyttelsen af den interne viden. Grov eller simpel uagtsomhed er ikke tilstrækkelig.

Efter § 39 kræves det alene, at den pågældende har kendskab til endnu ikke offentliggjorte oplysninger. Det skal dog bemærkes, at det hverken efter fondsbørsloven eller efter direktivet er en nødvendig betingelse, at den foretagne transaktion rent faktisk medfører en gevinst for insideren, eller at denne undgår et tab ved at handle på grundlag af den interne viden.

Efter fondsbørslovens § 44, stk. 1, sammenholdt med straffelovens § 19, er al uagtsomhed strafbar.

Udvalget finder, at der er behov for at udvide direktivets område for *strafansvar*, således at det er straffelovens regler, der regulerer, hvilken tilregnelssgrad der er strafbar. Dette indebærer, at tilregnelsskravet er uændret i forhold til den nugældende § 39. Med hensyn til de civile sanktioner, herunder spørgsmålet om erstatningsansvar, henvises i det hele til kapitel 11.

Ved at opretholde det nugældende krav om »kendskab« i modsætning til direktivets snævrere formulering »bevidst udnytter« begrænses vanskelige bevismæssige problemer i forbindelse med håndhævelse af insider-forbudet.

Men for at der foreligger en overtrædelse af forbudet mod insider-handel, kræves det, at den person, som har handlet med værdipapirer, *vidste eller burde vide, at der var tale om intern viden*. Udvalget finder, at det bør overlades til domstolene at fastlægge, hvornår en person burde vide, at der var tale om intern viden. Udvalget ønsker i denne sammenhæng at henvise til de i kapitel 5 anførte generelle betragtninger vedrørende afgrænsningen af insider-forbudene, herunder ønsket om at undgå uheldig anvendelse af intern viden.

6.2. Personkredsen.

Direktivets artikel 2 og 4 fastlægger den personkreds, som er omfattet af insiderforbudene. Der sondres mellem primære og sekundære insidere. En tilsvarende sondring og begrænsning i personkredsen findes ikke i fondsbørslovens § 39, som omfatter enhver, der har kendskab til intern viden.

De *primære insidere*, jf. artikel 2, stk. 1, omfatter: 1) medlemmer af det udstedende selskabs ledelse, 2) personer, der besidder kapitalinteresser i selskabet, samt 3) personer, der har adgang til denne viden i forbindelse med deres beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

Er den primære insider en juridisk person, gælder forbudet også de fysiske personer, der deltager i afgørelsen om at foretage transaktioner på den pågældende juridiske persons vegne (artikel 2, stk. 2).

Artikel 4 udvider kredsen, som omfattes af forbudet i artikel 2, stk. 1, mod insider-handel, til også at omfatte enhver person - *sekundære insidere* - der bevidst er i besiddelse af intern viden, som direkte eller indirekte kun kan stamme fra en primær insider. Denne udvidede kreds er allerede omfattet af § 39's forbud mod insider-handel.

Udvalget finder ikke, at der er behov for at indsnævre den personkreds, som efter den nugældende § 39 er omfattet af forbudet mod insiderhandel. Den ny bestemmelse om forbud mod videregivelse af intern viden og tilskyndelse til handel, jf. kapitel 8, bør ej heller begrænses til primære insidere, men derimod som udgangspunkt omfatte enhver, der besidder intern viden.

6.3. Juridiske personer.

I overensstemmelse med almindelige formueretlige og selskabsretlige principper må man ved fastlæggelse af insiderbegrebet i relation til juridiske personer tage udgangspunkt i, at en juridisk person også i børsretlig henseende er en selvstændig og samlet enhed. Et aktieselskab er således én juridisk enhed.

Ved overtrædelse af forbudet mod insider-handel, hvori en juridisk person er indblandet, må det afklares, hvem der kan straffes herfor. Det kan dels komme på tale at straffe den fysiske person, som på selskabets eller egne vegne har handlet med værdipapirer på et tidspunkt, hvor den pågældende var i besiddelse af intern

viden, dels kan der være tale om at straffe den juridiske person som sådan. I relation til spørgsmålet om den juridiske persons strafansvar knytter problemet sig blandt andet til afgrænsningen af, for hvilke personers handlinger selskabet skal kunne straffes, herunder især om selskabet skal straffes for handlinger, som foretages af ansatte, som ikke er medlemmer af selskabets ledelse eller ikke er ledende medarbejdere.

Princippet om den juridiske persons enhed kan desuden føre til, at såfremt et eller flere ledelsesmedlemmer, tegningsberettigede og muligvis også andre ansatte i selskabet er i besiddelse af intern viden, må denne viden betragtes som juridisk værende i selskabets besiddelse. Konsekvensen heraf er, at selskabet, herunder ansatte, som rent faktisk ikke er i besiddelse af den interne viden, er afskåret fra at handle med de værdipapirer, som berøres af den interne viden.

Det skal bemærkes, at der ligeledes kan opstå problemer i koncernforhold, hvor oplysninger vedrørende de enkelte koncernselskaber videregives eller samles inden for koncernen, jf. i denne sammenhæng aktieselskabslovens §§ 55 og 55a om oplysningspligt mellem koncernforbundne selskaber. Der kan i sådanne tilfælde jævnlige være behov for i relation til insiderforbudene at betragte forbundne selskaber som én enhed.

Endelig skal det bemærkes, at der kan opstå problemer i tilfælde af medarbejderes salg/køb af medarbejderaktier, herunder i forbindelse med direktørers og andre ledende medarbejderes udnyttelse afret til at erhverve aktier i det selskab eller hermed koncernforbundne selskaber, hvori de er ansat.

Udvalget finder, at såvel fysiske som juridiske personer skal kunne straffes for overtrædelse af forbudet mod insider-handel. Det er imidlertid udvalgets opfattelse, at en gennemførelse af princippet om den retlige enhed i visse tilfælde vil kunne medføre betydelige problemer for markedet eller visse selskaber.

Til illustration af problemstillingen kan nævnes den situation, hvor ansatte i et pengeinstituts kreditafdeling i kraft af forhandlinger med en børsnoteret kunde om tilførsel af ny kredit m.v. er i besiddelse af intern viden vedrørende den pågældende kunde. Samtidig hermed handler ansatte i pengeinstituttets fondsafdeling aktier eller andre børsnoterede papirer i kundeselskabet, uden at disse personer har et faktisk kendskab til den interne viden, som kreditafdelingen besidder.

Umiddelbart synes problemerne vedrørende insiderhandel inden for juridiske

personer at være størst, såfremt selskaberne handler med egenbeholdningen, jf. herved at det i præambelen til direktivet udtrykkeligt er nævnt, at børsmæglerselskabers normale effektuering af andres ordrer og market-making ikke i sig selv er insider-handel. De følgende betragtninger gælder dog som udgangspunkt, uanset for hvem selskabet handler.

6.4. Chinese walls.

Med henblik på at løse de strafferetlige problemer, som kan opstå i forbindelse med juridiske personer, jf. kapitel 6.3., finder udvalget, at der skal gives mulighed for, at et selskab kan bringe sig uden for forbudet mod insider-handel ved at sandsynliggøre, at den interne viden, der beror i én afdeling, ikke er videregivet eller på anden måde er »sivet« til en anden afdeling.

I denne sammenhæng er det af betydning, om det pågældende selskab har udarbejdet regler og etableret procedurer med det formål at sikre, at oplysninger ikke videregives fra en afdeling til en anden inden for selskabet (etablering af Chinese walls). En sådan adskillelse af de enkelte afdelingers oplysninger er desuden i overensstemmelse med det i kapitel 8 anførte vedrørende forbud mod videregivelse af intern viden og vil også have betydning i erstatningsretlig henseende, jf. kapitel 11.3.

Selskabet kan f.eks. befri sig for strafansvaret ved at fremlægge de udarbejdede og anvendte, betryggende regler og i forbindelse hermed dokumentere, at reglerne med passende mellemrum er blevet ajourført, f.eks. hvis de i enkelte tilfælde ikke har virket efter hensigten. Derimod påhviler det ikke det involverede selskab at bevise, at den person, som handlede på selskabets vegne i det konkrete tilfælde, rent faktisk ikke var i besiddelse af intern viden, som beroede i en anden afdeling.

Udvalgets *flertal* finder, at det næppe er muligt generelt at afgrænse, i hvilke tilfælde Chinese walls kan tillægges betydning i relation til overtrædelse af forbudet mod insider-handel for juridiske personer. Dette må afgøres konkret, og flertallet finder, at det næppe er muligt at formulere en præcis og dækkende lovregel herom.

Ved den nærmere afgrænsning må det afgørende være, at de børsrretlige grundprincipper, som udtrykt i fondsbørslovens § 11, tilgodeses, ligesom ønsket om at undgå uhæderlig anvendelse af intern viden må tillægges betydning, jf. kapitel 5. Med de i det følgende omtalte betragtninger har flertallet alene ønsket at angive

nogle omstændigheder og typetilfælde, hvor etablering af Chinese walls vil kunne tillægges bevismæssig betydning.

Ved vurderingen af den bevismæssige betydning af Chinese walls, er det af betydning, hvorledes selskabet organisatorisk er opbygget. Hvis selskabet er organiseret med flere selvstændige enheder med hver sit selvstændige ansvarsområde, vil der være en forholdsvis stor mulighed for, at oplysninger af relevant karakter kan holdes inden for den enkelte enhed. Det vil derfor næppe i en sådan situation være rimeligt at statuere insider-handel, såfremt de opstillede, betryggende regler i forbindelse med etableringen af Chinese walls overholdes.

Der kan ved vurderingen af Chinese walls' bevismæssige betydning ligeledes lægges vægt på antallet af ansatte i de pågældende afdelinger. Jo færre ansatte, i jo højere grad vil der være en relativ tæt kontakt mellem de enkelte medarbejdere. Det kan derfor være vanskeligere at opretholde en adskillelse mellem de forskellige afdelinger.

Muligheden for, at et selskab ved hjælp af dokumentation i form af betryggende Chinese walls fører bevis for, at reglerne om insider-handel ikke er overtrådt, bør dog kun omfatte almindelige, løbende transaktioner med værdipapirer.

Træffer et selskabs ledelse (bestyrelses-/direktionsmedlemmer) eller ledende medarbejdere på et tidspunkt, hvor de besidder intern viden, beslutning om køb/salg af værdipapirer, er handlen som udgangspunkt omfattet af forbudet mod insider-handel, og selskabet er derfor afskåret fra at handle.

Det har herudover i udvalget været drøftet, om Chinese walls mellem ledelsen og medarbejderne i de enkelte afdelinger bør tillægges bevismæssig betydning. Problemet er, om man i tilfælde, hvor ledelsen eller ledende medarbejdere er i besiddelse af intern viden, under henvisning til etablering af Chinese walls mellem ledelsen og den enkelte afdeling vil acceptere, at medarbejdere i selskabets afdelinger fortsat kan foretage almindelige løbende transaktioner med værdipapirer. Imod anerkendelse af en sådan adskillelse taler aktieselskabslovens § 54 om ledelsens pligt. Heroverfor kan anføres, at såfremt Chinese walls ikke anerkendes, vil realiteten være, at ledelsen, så snart den er i besiddelse af intern viden om en udsteder af børsnoterede værdipapirer, må sikre, at selskabet som helhed ikke længere handler i de berørte papirer. Der må derfor gives meddelelse til de enkelte afdelinger om, at den handel, der ikke er marketmaking eller effektivering af kundeordre, skal stoppes. En sådan standsning af handlen fra en eller flere investorers side vil, f.eks. hvis større pengeinstitutter er involveret, komme til

markedets kendskab, og kan derfor have betydelig og i visse tilfælde uheldig indflydelse på kursdannelsen på de berørte papirer.

Udvalgets *flertal* finder ligeledes her, at det bør afgøres konkret, hvilken betydning sådanne Chinese walls mellem ledelsen og medarbejderne i de enkelte afdelinger bør tillægges.

Et *mindretal* (Aase Blume) er enig i flertallets udtalelser, men finder, at kravet til selskaber, virksomheder m.v. om at udarbejde interne regler for at sikre, at fortrolige oplysninger og intern viden kun videregives til personer, der har et klart arbejdsmæssigt behov herfor, også bør omfatte koncerner og selskaber forbundet i koncernlignende forhold. Derved sikres, at udveksling af fortrolige oplysninger internt i koncernen formuleringsmæssigt er omfattet af bestemmelsen, og den juridiske enhed understreges samtidig hermed. Mindretallet foreslår derfor indsat et stk. 3 i § 39 b i det af udvalget udarbejdede forslag til lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs:

»Stk. 3. Indgår selskaber eller virksomheder omfattet af stk. 2 i en koncern eller i koncernlignende forhold, skal der tillige for koncernen udarbejdes regler efter stk. 2.«

Et *andet mindretal* (Jeppe Christiansen, Ib Sletting, J. Kr. Lomholt, Erik Adolphsen og Lars Andersen) ønsker, at princippet om den juridiske enhed samt begrebet Chinese walls bliver lovfæstet.

Begrundelse herfor er først og fremmest, at de danske finansielle markeder i dag *domineres* af store finansielle koncerner. Eksempelvis dækker de to største børsrådgivningsfirmaer 60 pct. af værdipapirhandelen, og dertil kommer at den foreslåede fusion mellem en kreditforening, et forsikringselskab og et pengeinstitut vil indebære, at traditionelt adskilte forretningsområder bringes indenfor samme koncern.

Disse forhold gør det ønskeligt, at det i loven præciseres, hvornår en juridisk enhed er i besiddelse af insider-viden, og tillige, hvorledes den juridiske enhed kan bringe sig ud af dette forhold ved opbygning af »vandtætte skotter« (Chinese walls).

Hertil kommer, at det vil være muligt bevidst at udnytte insider-viden til spekulation inden for en juridisk enhed, dersom der ikke helt klart stilles krav om Chinese walls.

En lovfæstning af ovennævnte principper må derfor vurderes at være af helt afgørende betydning, hvis det ønskes, at *tilliden* til de finansielle markeder skal fastholdes.

Gennemførelsen af regler herom indebærer samtidig et incitament for juridiske personer til at gennemføre foranstaltninger, der hindrer videregivelse af intern viden.

Mindretallet har overvejet indholdet af sådanne regler, som afspejles i nedenstående udkast til lovtekst:

»Selskaber og andre juridiske personer anses for at være i besiddelse af intern viden, når medlemmer af bestyrelse eller direktion er i besiddelse heraf. Dog kan selskaber og andre juridiske personer i det omfang virksomheden har tilrettelagt sine dispositioner således, at beslutningen om køb og salg af bestemte værdipapirer alene træffes af andre end bestyrelse og direktion, frigøre sig for denne formodning.

Selskaber og andre juridiske personer anses for at være i besiddelse af intern viden, når medarbejdere, der som led i deres beskæftigelse eller funktion får adgang til intern viden, er i besiddelse heraf. Dog kan selskaber og andre juridiske personer i det omfang virksomheden har tilrettelagt sin organisation således, at enkelte medarbejdergrupper fungerer uafhængigt af andre medarbejdergrupper og ved at gennemføre interne regler, der hindrer, at intern viden i en medarbejdergruppe videregives til andre medarbejdergrupper, frigøre sig for denne formodning, når kun andre medarbejdergrupper end den medarbejdergruppe, der har forestået køb, salg, rådgivning eller anden form for tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir, er i besiddelse af intern viden.

Selskaber og andre juridiske personer, som er forbundet i en koncern eller i koncernlignende forhold, betragtes som ét selskab eller én juridisk person i det omfang, de samarbejder om varetagelsen af funktioner, der vedrører køb, salg, rådgivning eller anden form for tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir.«

6.5. Professionel formidler.

Direktivets artikel 2, stk. 3, pkt. 1, fastslår, at forbudet mod insider-handel også gælder ved en professionel formidlers medvirken. Bestemmelsen er således i

overensstemmelse med gældende ret en præcisering af, at forbudet mod insider-handel ikke kan omgås ved at anvende en mægler.

Det er i præambelen til direktivet eksplicit nævnt, at det ikke i sig selv er insider-handel, hvis børsmæglerselskaber, der er i besiddelse af intern viden, begrænser sig til at udøve normal virksomhed som market-makers eller at effektuere ordrer.

Det fremgår ligeledes af præambelen, at transaktioner alene med det formål at regulere kursen på nyudstedte værdipapirer og værdipapirer, der handles som led i et sekundært tilbud, er undtaget fra direktivets anvendelsesområde. Transaktioner foretaget af et børsmæglerselskab kan efter omstændighederne rammes af aftalelovens § 33 eller markedsføringslovens § 1.

I lighed med, hvad der tilkendegives i direktivets præambel, finder udvalget det naturligt, at varetagelse af det for børsmæglerselskaber og pengeinstitutter normale forretningsområde bør kunne ske, uden af dette i sig selv skal anses for insider-handel. Udvalget ønsker ikke i denne sammenhæng at opstille en bevisbyrde-regel med hensyn **til**, om der er tale om transaktioner som led i normal forretning. Der kan dog i særlige tilfælde være tale om foretagelse af handler, som f.eks. på grund af deres størrelse eller omstændighederne, hvorunder de ønskes indgået, må falde uden for børsmæglerselskabers og pengeinstitutters normale forretning.

For at undgå, at personer med insider-viden uhindret kan få deres handler effektueret gennem professionelle formidlere, finder *udvalgets flertal*, at der bør indføres en bestemmelse, som foreskriver, at professionelle formidlere ikke må medvirke til gennemførelsen af en kundes handel, såfremt formidleren (det vil sige de i fondslovens § 4, stk 1, nævnte selskaber) har viden eller formodning om, at kunden handler på baggrund af intern viden. En sådan bestemmelse vil begrænse rækkevidden af den foreslåede undtagelsesbestemmelse vedrørende professionelle formidlers adgang til effektivering af kundeordrer.

Et *mindretal* (Carsten Andersen) finder, at reglen i overensstemmelse med de børsetiske reglers punkt 6.5. alene bør foreskrive, at den professionelle formidler skal afstå fra at medvirke til gennemførelsen af en kundes handel, såfremt denne har viden om eller er bekendt med, at kunden handler på baggrund af intern viden. En regel byggende på formodninger om kundernes forhold vil ikke kunne håndteres i praksis.

6.6. Handler mellem private uden for det regulerede marked.

Efter direktivets artikel 2, stk. 3, pkt. 2, kan medlemsstaterne undlade at lade forbudet mod insider-handel gælde handler, der finder sted uden for det regulerede marked og uden anvendelse af professionelle mæglere.

Udvalget finder ud fra en lighedsbetragtning, at dispensationsadgangen ikke bør udnyttes. Et forbud også her vil være i overensstemmelse med aftalelovens § 33 og forbudet i fondsbørslovens § 39, som omfatter alle, også juridiske personer, jf. lovens § 44, stk. 5. Ligeledes gælder forbudet enhver handel med børsnoterede værdipapirer.

6.7. Særlige undtagelser.

Efter direktivets artikel 2, stk. 4, undtages »transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller ethvert andet organ, som staten udpeger hertil, eller enhver anden person, der handler på disses vegne som led i vedkommende stats monetære politik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik«. Bestemmelsen går i sin formulering udover § 39. Af bemærkningerne til § 39 fremgår det, at forbudet mod insider-handel omfatter alle, hvilket indbefatter »personer, som får sådanne oplysninger i kraft af deres stilling i et andet selskab eller i en offentlig institution.«

Udvalget finder, at institutioner (stat, centralbank m.v.), herunder også tilsvarende udenlandske institutioner, der handler på det danske marked, som led i den pågældende stats monetære politik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik bør undtages fra forbudet mod insider-handel. Derimod skal disse institutioner være omfattet af forbudet mod insider-handel som hidtil, når de udfører andre typer transaktioner.

Danmarks Nationalbank indtager efter udvalgets opfattelse en særlig rolle, idet den udover at have ansvar for pengepolitikken samtidig har status som børsrådgiver.

Som følge af undtagelsesbestemmelserne vil Nationalbanken være undtaget fra forbudet mod insider-handel, når den handler som led i pengepolitikken, valutapolitikken eller gældsforvaltningspolitikken. Handler Nationalbanken imidlertid som børsrådgiver, bør de almindelige insider-forbud gælde ganske som for andre professionelle formidlere.

Udvalget har fået oplyst, at Nationalbanken har opstillet interne regler med det formål at hindre, at insider-handel finder sted.

6.8. Interne regler vedrørende handel med værdipapirer.

Selv om forbudet mod insider-handel gælder enhver, der har kendskab til intern viden, jf. ovenfor under 6.2, finder udvalget, at der med henblik på at undgå insider-handel og hermed styrkelse af reglernes præventive effekt skal indføres lovbestemmelser, som pålægger visse virksomheder at udarbejde interne retningslinier for ledelsens og andre medarbejders handel med værdipapirer. Er virksomheden et interessentskab eller lignende, bør retningslinierne tillige gælde for ejerne.

Sådanne regler om interne forskrifter vedrørende handel med værdipapirer findes allerede i et vist omfang i de børsetiske regler: Pkt. 5.2 om udstedernes pligt til at udarbejde interne regler for, hvornår ledelsen og de ledende medarbejdere må handle med udstederens værdipapirer; pkt. 5.3 om udstedernes pligt til at føre fortegnelse over ledende medarbejdere, som er omfattet af disse regler; samt pkt. 6.6 om fondshandleres og rådgiveres pligt til at udforme regler og indføre forretningsgange for dens medarbejdere for at hindre handel på baggrund af intern viden. Desuden findes der i aktieselskabslovens § 53, stk. 1, en bestemmelse om bestyrelses- og direktionsmedlemmers pligt til at oplyse bestyrelsen om deres aktiebesiddelse i selskabet.

Udvalgets *flertal* finder, at pligten til at udarbejde interne regler vedrørende ledelsens og andres handel med værdipapirer ikke skal begrænses til udstedere af værdipapirer. Ud fra ønsket om at forebygge insider-handel finder flertallet, at de primære insidere, som har adgang til intern viden i forbindelse med udøvelsen af deres beskæftigelse, erhverv eller funktion, jf. direktivets artikel 2, 3. led, ligeledes skal pålægges pligt til at udarbejde sådanne regler. Den kreds, der omfattes, er virksomheder og offentlige myndigheder, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse *regelmæssigt* kommer i besiddelse af intern viden vedrørende en udsteder. Virksomheder omfattet heraf er blandt andet børsrådgivnings- og pengeinstitutter, advokater og revisorer, og blandt offentlige myndigheder eksempelvis Finanstilsynet og skattemyndighederne. Flertallet ønsker at påpege, at det ikke er alle virksomheder af de nævnte typer, der omfattes, men alene de, som regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden. Reglerne bør omfatte virksomhedsejernes, ledelsens og andre ledende medarbejders handel med værdipapirer.

Hvilken personkreds, der i den enkelte virksomhed bør omfattes, samt det nærmere indhold af reglerne, må fastlægges i den enkelte virksomhed under hensyntagen til virksomhedens art, størrelse m.v. I øvrigt skal udvalget henvises til det af Københavns Fondsbørs anførte i kommentaren til de børsetiske reglers pkt. 5.2 og 5.3.

Et *mindretal* (Oluf Engeli) finder det mindre hensigtsmæssigt med lovfor skrifter for visse professioner om pligt til at udarbejde interne regler vedrørende handel med værdipapirer. En forskrift herom vil ramme i flæng. I nogen tilfælde for bredt, i andre for snævert. Talrige advokater og revisorer driver virksomheder, som ikke rummer særlig risiko for insider-handel. Omvendt findes der uden for de eksemplificerede brancher en række virksomheder, for hvilke problemstillingen er reel. Mindretallet foretrækker derfor en lovregel, der mere generelt pålægger virksomheder, private og offentlige, der bistår eller rådgiver udstedere af værdipapirer på ledelsesniveau, pligt til at indføre regler og forretningsgange, der indskærper og understøtter overholdelsen af forbudet mod handel med værdipapirer på grundlag af intern viden.

Kapitel 7

Handel med egne aktier

I forbindelse med fastlæggelse af forbudet mod insider-handel har udvalget drøftet de problemer, som opstår i forbindelse med børsnoterede selskabers handel med egne aktier og andre værdipapirer udstedt af det pågældende selskab.

Af aktieselskabslovens kapitel 8 (§§ 48 til 48h) fremgår visse generelle begrænsninger i mulighederne for handel med egne aktier. Bestemmelserne er baseret på EF's 2. selskabsdirektiv (EØF/77/91), artikel 18 ff. Det fremgår heraf, at et aktieselskab ikke mod vederlag til eje eller pant må erhverve egne aktier, hvis den pålydende værdi af selskabets og dets datterselskabers samlede beholdning af aktier i selskabet overstiger 10 % af aktiekapitalen, jf. § 48, stk. 1. Såfremt selskabet inden for denne grænse erhverver egne aktier, skal dette som udgangspunkt ske efter bemyndigelse fra generalforsamlingen. Om de nærmere betingelser for og begrænsninger i en sådan bemyndigelse se § 48, stk. 2-5. Selskabet kan dog uden generalforsamlingens bemyndigelse -amen inden for 10%'s grænsen å- erhverve egne aktier mod vederlag, hvis dette er nødvendigt for at undgå betydelig og truende skade for selskabet, jf. § 48a.

Aktieselskabslovens regler afspejler således nok de betæneligheder, som handel med egne aktier kan give anledning til, men anerkender på den anden side selskabernes behov for i særlige tilfælde at erhverve egne aktier.

I relation til det strafferetlige forbud mod insider-handel i forbindelse med handel med egne aktier og andre værdipapirer udstedt af det pågældende selskab knytter problemerne sig især til, at det børsnoterede selskab som sådant oftest på tidspunktet for handel med egne aktier m.v. er i besiddelse af intern viden. Omend der således er en risiko for, at der ved handel med egne aktier kan foreligge insider-handel, er udvalget dog af den opfattelse, at dette ikke i sig selv bør medføre, at der i almindelighed foreligger en overtrædelse af forbudet mod insider-handel, når et selskab handler med egne aktier m.v. Udvalget lægger herved vægt på, at dansk såvel som EF's selskabsret inden for visse grænser udtrykkelig tillader handel med egne aktier. Man finder desuden, at problemerne vedrørende udsteders ret til at *handle* med egne værdipapirer ikke alene er et problem i relation til forbudet mod insider-handel, men må drøftes og løses i en bredere sammenhæng.

Om der i det enkelte tilfælde er sket en strafferetlig overtrædelse af forbudet mod insider-handel i forbindelse med handel med egne aktier og andre værdipapirer udstedt af det pågældende selskab må afgøres konkret, herunder under hensyntagen til de børsretlige grundprincipper om gennemskuelse, redelighed og ligelighed samt ønsket om at undgå uhæderlig benyttelse af intern viden, jf.

kapitel 5. Udvalget bemærker, at en udsteder, som ønsker at handle med egne aktier og andre værdipapirer, kan undgå insider-handel ved forud for handelen at oplyse Københavns Fondsbørs herom og/eller om de forhold, som motiverer handlen med egne aktier, jf. fondsbørslovens § 19 og ovenfor i kapitel 4.1.1. En del udstedere har, før mere systematisk handel med egne aktier, oplyst Fondsbørsen herom.

Udvalgets *flertal* finder, at det for markedet er af væsentlig betydning af have *kendskab* til de børsnoterede selskabers handel med egne aktier. For at sikre dette foreslår flertallet, at de børsnoterede selskaber pålægges en særlig og i forhold til aktieselskabslovens § 28 a mere vidtgående pligt til at oplyse Københavns Fondsbørs om ændringer i besiddelse af egne aktier.

Flertallet finder, at et børsnoteret selskab straks skal meddele Københavns Fondsbørs, når det og dets datterselskaber besidder egne aktier svarende til 2% af selskabets aktiekapital. Efterfølgende ændringer i besiddelsen af egne aktier, svarende til 2 % af kapitalen, skal ligeledes meddeles Fondsbørsen. Man har herved søgt af afveje markedets behov for at blive informeret om handel med egne aktier, og de vanskeligheder, som vil kunne opstå, såfremt enhver handel med egne aktier straks skal meddeles Københavns Fondsbørs og herfra videregives til markedet.

Udvalgets flertal finder det naturligt og anbefaler, at udstedere udarbejder interne regler vedrørende køb og salg af egne aktier, herunder regler om, hvorledes der skal forholdes i en periode, hvor selskabet besidder intern viden, som endnu ikke kan offentliggøres. Flertallet finder dog ikke anledning til at foreslå, at der indføres en lovregel herom.

Det er udvalgets opfattelse, at markedsføring af egne aktier i form af en salgskampagne på et tidspunkt, hvor selskabet besidder intern viden, som vil kunne medføre kursfald, hvis den var kendt, vil kunne være omfattet af straffeloven.

Problemstillingen vedrørende handel med egne aktier er anderledes for pengeinstitutter end for andre aktieselskaber. Handel med aktier - herunder også handel med egne aktier - udgør for pengeinstitutter som for fondshandlere en del af det lovregulerede forretningsgrundlag. Som følge heraf og som følge af pengeinstitutternes ofte store og brede aktionærkreds er handel med egne aktier en naturlig og daglig foretæelse for pengeinstitutter, som kan resultere i forholdsvis hyppige og kraftige forbigående udsving i egenbeholdningen. Krav om indberetning af små udsving vil derfor ikke føre til større gennemsuelighed for markedet. Ud-

valgets flertal forventer imidlertid, at en indberetningsgrænse på 2 pct. vil være høj nok **til**, at indberetning af tilfældige variationer kan undgås.

Udvalgets flertal finder, at en bestemmelse om udstedernes oplysningspligt vedrørende handel med egne aktier systematisk bør placeres i forbindelse med fondsbørslovens § 19 om udstedernes oplysningsforpligtelse over for Københavns Fondsbørs.

Udviklingen i selskabets beholdning af egne aktier skal fremgå af noterne til årsregnskabet, jf. årsregnskabslovens § 52.

Et *mindretal* (Oluf Engell) finder, at særregler om børsnoterede selskabers pligt til at underrette Fondsbørsen om visse ændringer i beholdningen af egne aktier ikke er egnet til at øge gennemskueligheden i markedet eller modvirke insider-handel. De problemer, der kan knytte sig til kurspleje af eller spekulation i egne aktier har ringe forbindelse til problemstillingen omkring insider-handel og bør i givet fald overvejes i en bredere sammenhæng.

Kapitel 8

Forbud mod videregivelse af intern viden og mod tilskyndelse

Direktivets artikel 3 indeholder en pligt for medlemsstaterne til at forbyde to forhold.

For det første skal man forbyde, at personer, der er omfattet af direktivets artikel 2, d.v.s. primære insidere, *videregiver* intern viden til trediemænd, medmindre videregivelse sker som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

For det andet må primære insidere ikke på baggrund af intern viden *tilskynde* trediemænd til at afhænde eller erhverve værdipapirer m.v.

Fondsbørslovens § 39 indeholder hverken et forbud mod videregivelse af intern viden eller mod tilskyndelse. Tilskyndelse vil dog kunne være omfattet af straffelovens regler om medvirken.

Bestemmelsen i direktivets artikel 3 er således til dels en nyskabelse i forhold til dansk ret, og er den vigtigste nydannelse, som direktivet indfører i dansk ret.

8.1. Forbud mod videregivelse af intern viden.

8.1.1. Personkredsen.

Forbudet mod videregivelse af intern viden er en central ændring i forhold til fondsbørslovens § 39. Med bestemmelsen søges det forhindret, at intern viden videregives eller på anden måde spredes til en bredere kreds af personer. Forbudet gælder, uanset om der er handelshensigt eller andet ønske forbundet med videregivelsen. Med forbudet mod videregivelse søges antallet af potentielle insider-handler begrænset. Bestemmelsen har således et *klart præventivt sigte*.

Udvalget finder, at forbudet mod videregivelse af intern viden ganske som forbudet mod insider-handel bør gælde *enhver*, som er i besiddelse af intern viden.

8.1.2. Normalt led i erhvervsudøvelse m.v.

Artikel 3 indeholder en *undtagelse* fra forbudet mod videregivelse af intern viden, idet forbudet ikke er til hinder for, at intern viden kan videregives som *et*

normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

Udvalget finder, at undtagelsen bør medtages i danske lovgivning.

Udvalgets flertal finder, at den danske bestemmelse om videregivelse af intern viden bør ligge tæt op af direktivets bestemmelse, således at der ikke er uvished om, hvorvidt det danske forbud har en anden rækkevidde end artikel 3 i direktivet.

Et *mindretal* (Oluf Engeli) fremfører, at når forbudet mod videregivelse af intern viden udstrækkes til at omfatte andre end primære insidere, som har en umiddelbar forpligtelse til at sikre overholdelsen af krav om offentliggørelse, er det særlig vigtigt med en understregning i lovteksten af, at forbudet sigter på den retsstridige adfærd, d.v.s. tilfælde af ubeføjet videregivelse. Dette gælder ved siden af direktivtekstens forbehold for den videregivelse, der sker som normalt led i vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner.

Mindretallet foreslår derfor, at direktivets artikel 3 implementeres ved at indføre et forbud mod »ubeføjet videregivelse af intern viden«. Af forbudet bør endvidere fremgå, at »videregivelse som sædvanligt led i vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion ikke anses for ubeføjet.«

Undtagelsen må antages især at være af betydning for *udstedere* af værdipapirer, for *rådgivere* som f.eks. pengeinstitutter, børsmæglerselskaber, revisorer og advokater samt for *visse aktionærer* og aktionærgrupper.

Det er ikke nærmere præciseret i direktivet, hvad der forstås ved »normalt led«, men undtagelsesbestemmelsen bør efter udvalgets opfattelse fortolkes indskrænkende. Således kan f.eks. investeringsrådgivere ikke påberåbe sig deres erhverv, når de skal rådgive om »gode« investeringer, til ansvarsfrit at kunne bruge eller videregive intern viden.

For *udstedere* af værdipapirer knytter problemet vedrørende videregivelse som normalt led i udstederens funktioner sig bl.a. til, om udstederen overtræder forbudet mod videregivelse af intern viden, såfremt denne giver oplysningerne til aktionærerne på generalforsamlingen eller til en eller flere journalister i forbindelse med et interview, et pressemøde eller i en pressemeddelelse, forinden offentliggørelsen er sket via Fondsbørsen, jf. fondsbørslovens § 19, stk. 3, og § 6 i

Fondsbørsens Oplysningsforpligtelser. I medfør heraf er udstederen forpligtet til først at underrette Fondsbørsen om kursfølsomme oplysninger.

Udvalget finder, som nævnt i kapitel 4.1.1, at oplysningerne som hovedregel først skal offentliggøres via Fondsbørsen. Dette synspunkt er dog ikke til hinder for, at en udsteder i visse særlige tilfælde afgiver oplysningerne i andre fora forud for offentliggørelse gennem Fondsbørsen. Dette kan f.eks. ske som svar på spørgsmål på en generalforsamling, jf. herved aktieselskabslovens § 76 om ledelsens pligt til at besvare spørgsmål på generalforsamlingen.

Udvalget fremhæver, at bestemmelsen vedrørende videregivelse af intern viden ikke bør fortolkes således, at den forhindrer en fornuftig kontakt med pressen eller i øvrigt kan bruges som begrundelse til ikke at afgive de oplysninger, som andre retsregler forudsætter afgivet. Udvalget ønsker at påpege, at udstederen i de nævnte situationer straks efter afgivelsen af oplysninger tillige skal give oplysningerne til Københavns Fondsbørs. Følges denne fremgangsmåde, vil der næppe være nogen større risiko for, at visse personer kan drage fordel af de oplysninger, der gives på f.eks. generalforsamlingen.

Undtagelsen om videregivelse af intern viden som normalt led i vedkommendes funktion samt det forhold, at der gælder særlige regler om tavshedspligt for f.eks. finansielle institutter, advokater og revisorer, indebærer ikke, at forbudet mod videregivelse af intern viden er uden betydning for personer i disse virksomheder. Det vil f.eks. være forbudt at videregive intern viden til kollegaer, som ikke har et behov for de pågældende oplysninger.

For pengeinstitutters vedkommende opstår spørgsmålet, om afgivelse af *soliditetsoplysninger* vedrørende deres kunder er omfattet af undtagelsen.

Udvalget finder ikke, at undtagelsen giver mulighed for videregivelse af intern viden i forbindelse med en kreditvurdering, idet en kreditvurdering ikke falder ind under den af udvalget anlagte snævre fortolkning af begrebet »normalt led«.

I det omfang selve kreditvurderingen indeholder intern viden, vil pengeinstituttet således ikke kunne afgive oplysningerne. Dette vil især kunne få betydning for de oplysninger, der afgives vedrørende egenkapital, indtjening og likviditet samt i visse tilfælde oplysninger om ændringer i ejerforhold og ledelse. En sådan videregivelse ville i øvrigt i visse tilfælde stride mod den tavshedspligt, som pengeinstitutter er pålagt.

Udvalget finder, at såfremt et pengeinstitut er i besiddelse af intern viden, kan det f.eks. vælge at afstå fra at afgive en udtalelse, at afvente det værdipapirudstedende selskabs offentliggørelse af de relevante oplysninger, eller at anvende standardiserede formuleringer.

Danner den interne viden alene grundlag for pengeinstitutets vurdering, således at den *interne viden* ikke videregives i soliditetsoplysningen, men pengeinstituttet f.eks. anvender standardiserede formuleringer som »Anses god for den påtagne forretningsforpligtelse« eller »Al (kredit) forbindelse frarådes«, finder udvalget som udgangspunkt ikke, at forbudet mod videregivelse af intern viden er overtrådt. Udvalget lægger i denne forbindelse vægt på, at afgivelse af oplysninger til vurdering af en kundes økonomiske soliditet og kreditværdighed er en aktivitet, som under behørig hensyntagen til forbudet mod videregivelse af intern viden bør kunne udøves af pengeinstitutterne, at der ved bekendtgørelse nr. 122 af 11. marts 1988 er fastsat regler om pengeinstitutters videregivelse af kreditoplysninger, samt at Finansrådet har udstedt regler og vejledning for pengeinstitutters videregivelse af soliditetsoplysninger.

Som udgangspunkt må det antages, at soliditetsoplysninger ikke gives til personer eller selskaber, som benytter denne viden i forbindelse med værdipapirhandel. Såfremt en standardiseret soliditetsoplysning kan antages at få betydning for kursdannelsen på det pågældende værdipapir, vil udnyttelsen af en sådan viden ikke være undtaget de i denne betænkning foreslåede insider-regler.

Et særligt problem opstår for visse bestyrelsesmedlemmer, der har særlig tilknytning til eller er valgt af *visse aktionærer* eller aktionærgrupper, f.eks. institutionelle investorer og koncernforbundne selskaber. Formålet med sådanne bestyrelsesposter er indflydelse og viden, hvilket ofte forudsætter, at oplysningerne fra bestyrelsesarbejdet videregives eller drøftes (under hensyntagen til tavshedspligten i § 160 i aktieselskabsloven) med f.eks. ledende medarbejdere i det aktieejende selskab. I sådanne situationer kan det være vanskeligt at afgøre, om videregivelsen er et normalt led i den pågældendes funktion. Udvalget finder, at drøftelse af selskabets forhold med bestyrelsesmedlemmets umiddelbare »bagland« som udgangspunkt må være omfattet af begrebet »normalt led« i vedkommendes funktion. Der vil derfor ikke være tale om overtrædelse af forbudet mod videregivelse af intern viden i en sådan situation.

Problemet forstærkes dog som følge af, at disse aktionærer og aktionærgrupper ofte samtidig hermed handler med aktier i det pågældende selskab. En sådan

''' 30

handel vil være omfattet af det almindelige forbud mod insider-handel som beskrevet i kapitel 6.

8.1.3. Interne regler til forebyggelse af videregivelse.

Udvalget finder, at interne forskrifter vedrørende omgang med og videregivelse af intern viden er et vigtigt element i bestræbelserne på at hindre videregivelse af intern viden. Visse advokat- og revisionsvirksomheder har således allerede fastlagt regler og etableret procedurer, der tilsigter at begrænse risikoen for, at fortrolige oplysninger tilflyder uvedkommende personer. Visse virksomheder inden for den finansielle sektor og visse offentlige myndigheder har taget tilsvarende forholdsregler.

Udvalgets flertal finder, at udstedere af værdipapirer samt virksomheder og myndigheder, der regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, skal udarbejde, ajourføre og håndhæve interne forskrifter vedrørende videregivelse af intern viden. Til gruppen af virksomheder hører blandt andet pengeinstitutter, børsrådgivningselskaber, advokater og revisorer. Blandt offentlige myndigheder kan nævnes Finanstilsynet og skattemyndighederne. Den nærmere afgrænsning af, hvilke virksomheder der skal udarbejde disse regler, følger af kravet om, at de pågældende *regelmæssigt* kommer i besiddelse af intern viden, jf. kapitel 6.8.

Et *mindretal* (Oluf Engell) finder det mindre hensigtsmæssigt med lovforskrifter for visse professioner. Mindretallet foretrækker en lovregel, der mere generelt pålægger virksomheder, private og offentlige, der bistår eller rådgiver udstedere af værdipapirer på ledelsesniveau, pligt til at indføre regler og forretningsgange, der indskærper og understøtter overholdelsen af forbudet mod videregivelse af intern viden.

De interne regler bør være udformet på en sådan måde, at det herved sikres, at intern viden alene er tilgængelig for de ansatte, der har et behov for oplysningerne. Dette vil efter udvalgets opfattelse være den nemmeste måde til at forhindre, at oplysningerne tilflyder uvedkommende personer.

I øvrigt er det udvalgets opfattelse, at det nærmere omfang og indhold af sådanne interne regler til forebyggelse af videregivelse af intern viden må fastlægges af den enkelte virksomhed.

8.2. Forbud mod tilskyndelse.

Udvalget har overvejet, om medvirkensreglerne i dansk strafferet vil være tilstrækkelige til at anse direktivets forbud mod tilskyndelse til erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer m.v. for gennemført i dansk ret.

Det er udvalgets vurdering, at en sådan brug af straffelovens medvirkensregler vil være uhensigtsmæssig, allerede fordi der vil være tale om et samspil mellem ganske komplicerede bestemmelser, hvilket hverken vil være ønskeligt ud fra hensynet til retssikkerheden eller retshåndhævelsen. Det er derfor at foretrække, at der gennemføres et særskilt forbud mod på baggrund af intern viden at tilskynde til handel med værdipapirer.

Kapitel 9

Anvendelsesområdet og forholdet til andre børsregler

9.1. Anvendelsesområdet.

Direktivets artikel 5 foreskriver, at medlemsstaternes lovgivning i det mindste skal forbyde insider-handel og videregivelse af oplysninger, jf. artikel 2, 3 og 4, når følgende to kriterier er opfyldt.

For det første skal handlingerne være begået på medlemsstatens område. Hvorvidt dette er tilfældet, må afgøres efter straffe- og procesrettens almindelige regler. Artikel 5, 2. pkt., indeholder dog en minimumsregel, hvorefter en overtrædelse skal anses for at være sket inden for en medlemsstats område, når overtrædelsen sker i forbindelse med handel over en fondsbørs i den pågældende medlemsstat.

For det andet skal handlingerne vedrøre værdipapirer, som er optaget til omsætning på markedet (er børsnoteret) i en af medlemsstaterne. Dette kan medføre pligt til for danske myndigheder at reagere over for overtrædelser, som finder sted uden for Danmark.

Udvalget foreslår, at der fastsættes regler, som sikrer, at der, uanset hvor og hvordan transaktionen foretages inden for EF samt de nordiske lande, og uanset om der er tale om et officielt marked eller andetsteds, vil kunne reageres mod overtrædelse af insider-forbudene. Man bør derfor gå videre end minimumsreglen i artikel 5, 2. pkt. Det vil ved en sådan regelfastsættelse kunne ske, at myndigheder i flere medlemsstater skal reagere, idet et insiderforbud kan være overtrådt i flere lande på én gang. Man kan for eksempel tænke sig en handel med et værdipapir, hvor handlen indgås i Tyskland, mens værdipapiret, udstedt af en udsteder hjemhørende i Frankrig, er noteret på Københavns Fondsbørs. Der kan da være sket overtrædelse af såvel tyske, franske som danske insider-forbud.

I en sådan situation bør der i hvert fald reageres fra én myndigheds side. Det må herved bemærkes, at dette spørgsmål angår erhvervsvirksomheds »udøvelse« og ikke »adgangen« til et erhverv. EF-rettens regler om hjemlandslov og hjemlandskontrol er derfor ikke anvendelige.

Spørgsmålet om, hvorledes denne konkurrerende kompetence mellem medlemsstaterne skal løses, må efter udvalgets opfattelse finde sit svar i almindelig juridisk fortolkning af, til hvilken stat handlingen har nærmest tilknytning, eventuelt kombineret med aftaler mellem medlemsstaterne indgået inden for rammerne af det samarbejde, som omtales i direktivets artikel 10 og 12. Sådanne aftaler findes i

øvrigt allerede inden for det nordiske område. I øvrigt henvises til kapitel 4.2 vedrørende jurisdiktionskompetence.

Udvalget finder endvidere, at reglerne samtidig bør sikre, at ikke-medlemsstater ikke anvendes som »frihandelssteder«.

9.2. Forholdet til andre børsregler.

Ifølge direktivets artikel 7 finder bestemmelserne i skema C, pkt. 5, litra a), i bilaget til direktiv 79/279/EØF om udstederens supplerende oplysningspligt anvendelse ikke blot på aktier, men på alle værdipapirer uanset art, jf. Finanstilsynets bekendtgørelse nr. 707 af 18. oktober 1990, bilag, skema C, pkt. 5, litra a), som har følgende ordlyd:

»Selskabet skal hurtigst muligt oplyse offentligheden om nye, væsentlige forhold, som berører dets virksomhedsområder, som ikke er offentligheden bekendt, og som på grund af deres indvirkning på dets aktiver og passiver, dets økonomiske stilling og dets virksomhed i almindelighed vil kunne fremkalde en betydelig ændring i kursen på dets aktier. De kompetente myndigheder kan dog fritage selskabet for denne forpligtelse, såfremt udspredelsen af visse oplysninger vil kunne skade selskabets retmæssige interesser.«

I henhold til lov om Københavns Fondsbørs § 19, stk. 1, skal en udsteder af et børsnoteret værdipapir straks offentliggøre oplysninger om væsentlige forhold, der vedrører virksomheden, og som kan antages at få betydning for kursdannelsen på værdipapirerne.

Artikel 7 er således allerede indeholdt i det danske regelsæt.

Kapitel 10

Kontrol og håndhævelse af insider-reglerne

10.1. Gældenderet.

Fondsbørsloven foreskriver ikke udtrykkeligt, hvilken myndighed der er kompetent til at påse, at bestemmelsen i § 39 overholdes.

Fondsbørsens opgaver er beskrevet i generelle vendinger i fondsbørslovens kapitel 3.

Fondsbørsen skal i henhold til § 11 virke for, at handel og kursnotering finder sted på en måde, der sikrer, at handlen og prisdannelsen på Fondsbørsen foregår på en redelig og gennemskelig måde og inden for lovgivningens rammer sikrer alle berørte parter ligelig behandling.

Ifølge fondsbørslovens § 10, stk. 1, nr. 4, påser Fondsbørsen, at udstederne af børsnoterede værdipapirer og børsrådgivningselskaberne opfylder de forpligtelser, som følger af loven og bekendtgørelserne. Ifølge § 10, stk. 1, nr. 5, påser Fondsbørsen, at de børsetiske regler overholdes.

Til brug for varetagelsen af ovennævnte opgaver kan Fondsbørsen pålægge bestyrelse, direktion og revisor i et børsrådgivningselskab eller hos en udsteder at give oplysninger om virksomhedens forhold.

Fondsbørsen har således ikke hjemmel til at undersøge forhold i andre finansielle institutter eller hos andre mellemmand, ligesom der ikke er legalt grundlag for, at Fondsbørsen undersøger købs- og salgstransaktioner direkte hos en investor.

Finanstilsynet har ifølge fondsbørslovens kapitel 7 en tilsynspligt med Fondsbørsen og børsrådgivningselskaberne. Tilsynspligten, der er nærmere specificeret i § 35, stk. 1, nævner bl.a., at der skal føres tilsyn med, at de børsetiske regler overholdes, hvorimod der ikke er en eksplicit pligt for Finanstilsynet til at påse overholdelsen af § 39.

Finanstilsynets beføjelser er videre end Fondsbørsens. Finanstilsynet kan således pålægge bestyrelse, direktion og revisor på Københavns Fondsbørs, i et børsrådgivningselskab eller hos en udsteder at give alle nødvendige oplysninger, og Finanstilsynet kan aflægge kontrolbesøg på et børsrådgivningselskabs kontor.

Hertil kommer, at Finanstilsynet via sin tilsynsvirksomhed har hjemmel til at kræve oplysninger fra de institutioner, der er under tilsyn.

Imidlertid er Finanstilsynet af den opfattelse, at der bør gives tilsynet en specifik hjemmel, der også omfatter de institutioner, der allerede er under tilsyn, til at kræve de oplysninger, der er nødvendige for at kunne efterforske insider-sagerne, fra parter, der måtte være i besiddelse af sådanne oplysninger.

Herved undgår man, at der opstår tvivl om, hvor langt tilsynets kompetence rækker i forhold til de finansielle institutter.

Finanstilsynet har derimod hverken hjemmel til at undersøge købs- og salgstransaktioner direkte hos en investor eller mulighed for at få oplysninger fra Værdipapircentralen om registreringer i Værdipapircentralen, men må rette henvendelse til hvert enkelt kontoførende institut.

I praksis har Fondsbørsen og Finanstilsynet samarbejdet vedrørende sager om § 39, idet Fondsbørsen efter en række indledende undersøgelser har overgivet sagen til Finanstilsynet til videre efterforskning, jf. bilag 5. Såfremt der skal rejses tiltale, sker dette efter de almindelige strafprocessuelle regler i retsplejeloven, d.v.s. at sagen overgives til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet.

Det er udvalgets vurdering, at spørgsmålet om, hvilken myndighed der er kompetent, er sekundært i forholdet til spørgsmålet om, hvilke beføjelser den eller de kompetente myndigheder bør have. Der er under alle omstændigheder behov for et tæt samarbejde mellem Fondsbørsen og Finanstilsynet, idet dette er en forudsætning for en hurtig og effektiv efterforskning af sager om overtrædelse af insider-forbudene.

10.2. Myndighedernes beføjelser.

Fondsbørsen og Finanstilsynet har over for udvalget fremlagt et forslag til den fremtidige kompetencefordeling mellem Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet samt nødvendige lovhjemler i denne forbindelse, jf. bilag 6. Der foreslås *udvidede beføjelser* med henblik på en effektivisering af myndighedernes efterforskning af eventuelle insider-sager. Fondsbørsens og Finanstilsynets forslag kan sammenfattes således:

1. Der ønskes en så entydig køber/sælger-identifikation som muligt, hvilket nødvendiggør, at fondshandlere og kontoførende institutter pålægges en pligt til at registrere kundernes CPR-/SE-nr.

2. Der ønskes etableret et edb-baseret indsamlingssystem, som kan bearbejde de oplysninger, der er indhentet fra fondshandlere og de kontoførende institutter, samt andre oplysninger, der er indhentet i forbindelse med efterforskningen af en eventuel insider-handel.
3. Der ønskes en klar hjemmel til at indhente oplysninger i elektronisk form samt andre oplysninger hos finansielle institutter og disses holding- og koncernselskaber.
4. Der ønskes en klar hjemmel til at indhente oplysninger fra CPR-registret og SE-registret.
5. Der ønskes mulighed for i øvrigt at indhente oplysninger fra virksomheder og personer.
6. Der ønskes mulighed for en samkøring af de under 2-5 indsamlede oplysninger.

Udvalget har drøftet Fondsbørsens og Finanstilsynets forslag.

Udvalgets *flertal* er af den opfattelse, at det er nødvendigt at etablere et edb-baseret efterforskningssystem, der ved anvendelse af CPR-nr./SE-nr. sikrer, at man hurtigt og effektivt kan få indberettet og gennemgået alle de handelstransaktioner, som via de kontoførende institutter indberettes til Værdipapircentralen. Ved et sådant system kan man få udskilt de handelstransaktioner, som kræver en mere dybdegående efterforskning. Det, der efterforskes, er således ikke, hvilke værdipapirbeholdninger den enkelte person er i besiddelse af, men hvilke transaktioner, der har været i det pågældende værdipapir.

Flertallet finder, at et edb-baseret efterforskningssystem som netop beskrevet er absolut nødvendigt for at kunne iværksætte en hurtig og meningsfyldt undersøgelse samt styrke Finanstilsynets efterforskningsmuligheder.

Da der ofte er tale om mange transaktioner, og da det er nødvendigt at undersøge transaktioner, som er foretaget gennem et vist tidsrum, finder udvalgets flertal, at det alene vil være muligt at skabe en mere effektiv efterforskning af eventuelle insider-handler, hvis man gennemfører de under 1-5 nævnte forslag, samt tilvejebringer mulighed for, jf. forslag nr. 6, at der kan foretages en sammenkøring af de indsamlede oplysninger. Flertallet fremfører til støtte herfor, at efterforskning af en insider-sag indebærer, at man bl.a. skal kunne opspore transaktioner,

som er foretaget af forskellige fysiske og juridiske personer, imellem hvilke der kan være tætte relationer, f.eks. erhvervs-, ansættelses-, ejer- eller familiemæssige relationer.

Flertallet fremfører yderligere, at den finansielle sektor allerede i dag i høj grad opkræver og videregiver oplysninger, som kan sikre en entydig identifikation af kunden. Dette er f.eks. tilfældet ved visse registreringer i Værdipapircentralen, ved visse indberetninger af betalinger til/fra udlandet, samt i forhold til skattemyndighederne. Flertallet understreger i denne forbindelse, at det foreslåede system hverken indebærer en automatisk indberetning til myndigheder eller en opbygning af et register hos myndighederne. Indberetning skal efter forslaget kun ske, såfremt der er iværksat en undersøgelse om eventuel overtrædelse af insider-forbudene, og indberetningen skal alene vedrøre handler med et eller flere bestemte værdipapirer i en bestemt periode. Når undersøgelsen er afsluttet, skal de indhentede oplysninger slettes.

Flertallet fremhæver endelig, at et system som det skitserede indebærer, at man hurtigere vil kunne finde frem til de personer, der giver anledning til en nærmere efterforskning. Dette er af stor betydning for efterforskningens effektivitet og for muligheden for at fremskaffe de fornødne bevisligheder. I modsat fald ville forudsætningen for en mere dybtgående undersøgelse ofte ikke være tilstede. En hurtig og mere effektiv efterforskning må antages at have en betydelig præventiv effekt.

Et *mindretal* (Klaus Struwe) finder, at forslaget fra Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet vil placere tyngdepunktet i bekæmpelsen af insider-handel i det nye edb-registreringssystem.

Det er mindretallets vurdering, at når tyngdepunktet i bekæmpelsen af insider-handel flyttes fra handelspladsen og den løbende overvågning af markedet til et efterfølgende registreringssystem af samme type som Værdipapircentralen, så er kampen tabt på forhånd.

Mindretallet finder, at det foreslåede registrerings- og indberetningssystem vil pålægge børsmæglersekskaberne og andre fondshandlere omkostninger og arbejdsopgaver, der ikke vil stå i et rimeligt forhold til de resultater, der vil kunne opnås ved at lægge vægten på et kvantitativt system frem for et kvalitativt system.

Mindretallet peger på, at eventuelle insidere også efter etablering af det fore-

slåede system vil have mange muligheder for at omgå de kontrolmuligheder, systemet vil give.

Mindretallet finder, at Københavns Fondsbørs i sit arbejde med at opdage og efterforske eventuelle insider-handler bør koncentrere indsatsen om handel mellem børsmæglerselskaberne og basere sit arbejde på en hurtig opfølgning (samme dag) af den viden om usædvanlig aktivitet, som den løbende handelsovervågning giver Fondsbørsen.

Mindretallet understreger, at Københavns Fondsbørs og/eller Finanstilsynet bør have kompetence til at pålægge alle fondshandlere eller formidlere at give oplysninger om kunders identitet, og at det, hvis flertallets indstilling nyder fremme, må være en absolut forudsætning, at der gives direkte hjemmel såvel til registrering af CPR- og SE-numre som til eventuel registersamkøring med det ønskede formål.

Et *andet mindretal* (Carsten Andersen og Oluf Engeli) finder, at en omfattende maskinel registrering baseret på indberetninger af CPR/SE-numre og samkøring af registre ikke vil effektivisere efterforskningen af insider-sager.

Muligheden for handel via *nominee-ordning* eller udlandet, hvor en registrering ikke vil kunne gennemtvinges, bevirker, at en person, der med forsæt søger at udnytte insider-viden, har gode muligheder for at undgå CPR/SE-registrering.

En omfattende maskinel CPR/SE-registrering fører til en kvantitativ undersøgelsesmetode. Det vil alene forårsage højere omkostninger uden at forbedre kontrol- og efterforskningsmulighederne.

Dette mindretallet finder, at Københavns Fondsbørs's Stock Watch-system, når den fulde indberetningspligt er gennemført i efteråret 1991, vil give tilstrækkelig mulighed for at udpege alle relevante transaktioner til en hurtig og effektiv efterforskning. En hurtig indsats rettet imod et mindre antal transaktioner vil i sig selv kunne få en betydelig præventiv effekt.

I situationer, hvor en person handler på en andens vegne og fremstår, som ejer af værdipapirerne (*nominee-ordning*), opstår spørgsmålet, hvis navn og CPR./SE-nummer, der skal oplyses. Såfremt man kræver, at den virkelige ejers identitet skal oplyses, indebærer dette, at *nominee-ordningen* ikke kan opretholdes i sin nuværende form.

Udvalgets *flertal* finder, at det vil være tilstrækkeligt at kræve, at den, der foretager handlen, dels skal opgive eget navn m.v. dels skal oplyse, om handlen sker på en andens vegne. Herved sikres det, at den egentlige ejers identitet forbliver hemmelig over for omverdenen. Såfremt der iværksættes en insider-undersøgelse, vil Finanstilsynet kunne rette henvendelse til de personer, hvis transaktioner giver anledning til dyberegående efterforskning, og herunder kunne kræve den egentlige ejers identitet oplyst. Dette vil være tilfældet, uanset om det er oplyst, at handlen sker på trediemands vegne eller ej. Viser det sig, at man - i strid med de faktiske forhold - ikke har oplyst, at handlen foretages på trediemands vegne, vil dette i sig selv kunne begrunde, at der foretages yderligere efterforskningsskridt. Det forudsættes, at den, der har afgivet oplysningerne, kan straffes for at have givet urigtige oplysninger.

Et *mindretal* (Jeppe Christiansen, J. Kr. Lomholt, Erik Adolphsen, Ib Glud Konradsen, Lars Andersen, Bent Mebus og Ib M. Sletting) finder, at man for det første skal kræve, at den, der foretager handelen, skal opgive sig eget navn og CPR/SE nr. Derudover skal det oplyses, om handelen sker på en andens vegne, og såfremt dette er tilfældet, skal denne persons identitet oplyses. Det vil indebære, at myndighederne ved simpel undersøgelse hos børsmæglerne vil kunne få oplyst identiteten for alle dem, der har handlet værdipapirer.

Dette indebærer, at nominée-ordningen ikke opretholdes helt uændret, idet tilsynsmyndighederne kan skaffe sig viden om identiteten bag alle handler. Man skal dog være opmærksom på, at alene Finanstilsynet gives denne kompetence, og endvidere at identiteten kun vil blive oplyst i de situationer, hvor Finanstilsynet iværksætter en egentlig undersøgelse. Ydermere vil alle oplysninger blive destrueret, når Finanstilsynets undersøgelse er slut.

Det vil være meget væsentligt for efterforskningsmulighederne, at Finanstilsynet med det samme får den fulde identitet, også for dem, der har handlet i en andens navn. I så fald kan Finanstilsynet med det *samme* gå videre med undersøgelsen uden først at skulle igangsætte et arbejde med henblik på at fremskaffe identiteten for alle dem, der har handlet via nominee.

Det vil være indlysende, at potentielle insiderer handler via måske 10/20 nominees og derved gemmer sig i markedet. Dette vil man ikke kunne opdage, med mindre identiteten bag den enkelte nominee oplyses til Finanstilsynet i den første undersøgelsesfase.

Får Finanstilsynet kun de oplysninger, som følger af flertallets indstilling, vil

det gøre efterforskningen mere langsom og langt mere manuelt orienteret. Finanstilsynet kan ganske enkelt drukne i arbejdet, såfremt der i stort omfang er handlet via nominee ordningen.

Udvalget har drøftet, hvorvidt myndighederne skal kunne indhente oplysninger om værdipapirtransaktioner *direkte* fra Værdipapircentralen, eller om det, som foreslået af Fondsbørsen og Finanstilsynet, skal ske ved henvendelse til hver enkelt kontoførende institut. De fleste oplysninger, som skal indsamles, findes til steder. Komplette oplysninger er decentralt registreret hos den enkelte fondshandler samt de kontoførende institutter, og størsteparten er tillige centralt registreret i Værdipapircentralen.

En mulighed er, at Finanstilsynet anmoder Værdipapircentralen om et udtræk fra den daglige journal for en given periode og for et givent værdipapir med angivelse af de enkelte transaktioner (handler og konto-til-konto overførsler), kontohavers navn samt det kontoførende institut. På basis heraf vil det være muligt for Finanstilsynet at finde de transaktioner, som bør undersøges nærmere. På baggrund heraf kan det/de kontoførende institutter, som har været involveret i disse transaktioner, kontaktes.

En anden mulighed er at følge Finanstilsynets og Fondsbørsens forslag. Ifølge forslaget opbygges et system, hvortil de enkelte kontoførende institutter via en netværksforbindelse til den kompetente myndighed fremsender de oplysninger fra deres notasystem, som er anvendt ved indberetning til Værdipapircentralen for et eller flere bestemte papirer i en given periode, suppleret med øvrige oplysninger (CPR/SE-nummer o.a.).

Det har været en grundlæggende forudsætning for hele værdipapircentralsystemet og tilliden til dette, at Værdipapircentralen ikke forpligtes til at give oplysninger om de registreringer, der foretages i Værdipapircentralen. Udvalget er enig i disse forudsætninger. Uanset om der måtte være mulighed for visse ressourcemæssige besparelser ved at få en del af oplysningerne direkte fra Værdipapircentralen, har udvalget ikke ønsket at stille forslag om, at Værdipapircentralen forpligtes til at indberette oplysninger til Finanstilsynet. Udvalget er opmærksom på, at der for Garantifonden for Danske Futures og Optioner ikke gælder tilsvarende regler om beskyttelse af de registrerede oplysninger. Udvalget finder, at denne forskel ikke på længere sigt bør opretholdes, da Garantifonden og Værdipapircentralen tilgodeser samme formål i henseende til registrering.

Udvalget har endvidere drøftet, hvorvidt Finanstilsynet skal gives en generel

hjemmel til at indhente oplysninger fra virksomheder og privatpersoner, jf. forslag nr. 5 ovenfor.

Udvalget finder, at Finanstilsynet skal have hjemmel til at rette henvendelse til selskaber og personer, der antages at have overtrådt insider-forbudene eller have visse nærmere relationer til et selskab eller en person, hvis værdipapirtransaktioner undersøges i forbindelse med en mistanke om insider-handel.

10.3. Kompetencefordelingen.

Med hensyn til kompetencefordelingen mellem Finanstilsynet og Fondsbørsen kan det til støtte for i videst muligt omfang at tillægge Finanstilsynet kompetencen bl.a. fremføres, at Tilsynet som offentlig myndighed - i modsætning til Fondsbørsen, som er en selvejende institution - vil være bedre egnet til at fremskaffe bevisligheder og samarbejde med anklagemyndigheden. Det er desuden mere betryggende, at en offentlig myndighed fører kontrol med finansielle virksomheder og investorer på børsen. Dette er især tilfældet, hvis kontrollen indebærer registrering og samkøring af oplysninger. Til støtte for i videst muligt omfang at tillægge Fondsbørsen beføjelserne kan fremføres, at Fondsbørsen til stadighed har direkte føling med markedet, herunder større kendskab til markedsdeltagerne, ligesom Fondsbørsen i visse situationer kan reagere hurtigere.

Fondsbørsen og Finanstilsynet har over for udvalget forelagt et forslag til den fremtidige kompetencefordeling mellem Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet, jf. bilag 6.

Forslaget indebærer, at der i forbindelse med undersøgelsen af den enkelte insider-sag etableres en undersøgelsesgruppe med deltagelse af medarbejdere fra Finanstilsynet og Fondsbørsen og under Finanstilsynets ledelse og ansvar med det formål hurtigt at undersøge sagen. Denne procedure sikrer, at Finanstilsynet bliver inddraget i undersøgelsesprocessen på et tidligere tidspunkt, end det er tilfældet med den eksisterende arbejdsdeling. Herved vil man ifølge Finanstilsynets og Fondsbørsens vurdering have mulighed for på et tidligere tidspunkt at foretage de fornødne undersøgelser. En konsekvens af oprettelsen af en undersøgelsesgruppe er, at Fondsbørsen deltager i undersøgelsen, indtil den afsluttes, eventuelt i forbindelse med sagens overgivelse til Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet.

Som led i denne procedure foreslår udvalget, at Københavns Fondsbørs adgang til at kontrollere rigtigheden af indberetningerne efter § 34 lovfæstes.

Udvalget har overvejet, hvorvidt Fondsbørsens deltagelse i hele undersøgelsesprocessen giver problemer i forhold til bestemmelserne om *tavshedspligt*.

Fondsbørslovens § 16, stk. 1, foreskriver, at medlemmer af Københavns Fondsbørs bestyrelse, disses stedfortrædere, revisor samt direktører og øvrige ansatte ved Københavns Fondsbørs ikke ubeføjet må røbe, hvad de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til.

For Finanstilsynet finder bank- og sparekasselovens tavshedspligtsbestemmelser tilsvarende anvendelse, jf. fondsbørslovens § 35, stk. 2.

Ifølge § 50a er de i Finanstilsynet ansatte og eksperter, der handler eller har handlet på Tilsynets vegne, under ansvar af straffelovens §§ 152-152e forpligtede til at hemmeligholde, hvad de gennem deres virksomhed bliver vidende om. Oplysningerne vil dog kunne videregives i summarisk eller samlet form, når hverken det enkelte pengeinstitut eller dets kunder kan identificeres, ligesom fortrolige oplysninger bl.a. kan videregives til andre offentlige myndigheder, herunder politi og anklagemyndigheden, i forbindelse med tilfælde, der er omfattet af straffelovgivningen.

Udvalget finder, at det er hensigtsmæssigt, at tavshedspligtsbestemmelserne i bank- og sparekasselovens § 50a finder tilsvarende anvendelse på Finanstilsynets virksomhed efter Fondsbørsloven.

Udvalget finder, at tavshedspligtsbestemmelsen i bank- og sparekasselovens § 50a indebærer, at Finanstilsynet har mulighed for at videregive oplysningerne til de ansatte fra Fondsbørsen, der deltager i undersøgelsesgruppen, idet disse må anses for at være eksperter, der bistår og handler på vegne af Finanstilsynet. Fondsbørsens repræsentanter i undersøgelsesgruppen må således ikke videregive deres viden til andre; ej heller til ansatte på Fondsbørsen, der ikke beskæftiger sig med efterforskningen af den pågældende insider-sag, eller til Fondsbørsens bestyrelse m.v. Da efterforskningen ikke vil være et led i Fondsbørsens forretningsmæssige virksomhed, finder udvalget ikke, at der er noget behov for at kunne videregive sådanne oplysninger til Fondsbørsens bestyrelse. Der er derimod ikke noget til hinder for, at Fondsbørsens bestyrelse orienteres om sagerne i overensstemmelse med tavshedspligtsreglerne, det vil sige, at oplysningerne er anonymiserede. Konkrete oplysninger vil dog kunne gives til Fondsbørsen, såfremt

der i sagen er oplysninger, som viser eller tyder på, at der er sket overtrædelse af de af Fondsbørsen fastsatte regelsæt, eksempelvis de børsetiske regler eller oplysningsforpligtelserne.

Set i forhold til direktivets bestemmelser om efterforskning af insider-sager, om tavshedspligt og om *udveksling af oplysninger mellem forskellige landes kompetente myndigheder* giver den af Fondsbørsen og Finanstilsynet foreslåede fremtidige kompetencefordeling ikke anledning til problemer. Udvalget finder, at det ved udveksling af oplysninger om efterforskning af insider-sager med kompetente myndigheder i andre medlemsstater bør være Finanstilsynet eller politiet og anklagemyndigheden, som forestår denne oplysningsudveksling. I forhold til Københavns Fondsbørs er dette en naturlig konsekvens af, at undersøgelserne foregår under Finanstilsynets ledelse. Fondsbørsen vil stadig kunne samarbejde med udenlandske børser om f.eks. markedsovervågning og forebyggelse af insider-handler, jf. fondsbørslovens § 16, stk. 2.

Det er udvalgets opfattelse, at uanset hvordan de fornødne tilsynsbeføjelser lovfæstes, så er der fortsat behov for *en indsats fra både Fondsbørsen og Finanstilsynet og dermed et tæt samarbejde*, således som det var forudsat ved fondsbørsreformen. Herved opnås optimal udnyttelse af den ekspertise, som findes i de to institutioner, ligesom kontakten til markedsdeltagerne og offentlige myndigheder vil finde sted på den organisatorisk mest hensigtsmæssige måde. Udvalget kan derfor tiltræde det af Fondsbørsen og Finanstilsynet forelagte forslag om oprettelse af undersøgelsesgrupper.

Udvalget finder, at det bør fremgå af fondsbørsloven, at Fondsbørsen og Finanstilsynet påser overholdelsen af insider-forbudene, samt at undersøgelserne sker under Finanstilsynets ledelse og på Finanstilsynets ansvar.

Kapitel 11

Sanktioner

Artikel 13 pålægger medlemsstaterne at fastlægge sanktioner, der skal bringes i anvendelse ved overtrædelse af de bestemmelser, som vedtages til gennemførelse af direktivet. Sanktionerne skal være tilstrækkeligt strenge til at tilskynde til overholdelse af bestemmelserne om insider-handel.

11.1. Gældende ret.

I forbindelse med overtrædelse af den børsretlige lovgivning kan flere sanktions-typer i almindelighed bringes i anvendelse.

For det første kan der være tale om *børsretlige sanktioner*, såsom pålæg, suspension eller sletning af det pågældende værdipapir fra notering på Københavns Fondsbørs, jf. fondsbørslovens § 46.

For det andet kan *strafferetlige sanktioner* bringes i anvendelse. Overtrædelse af det gældende forbud mod insider-handel i fondsbørslovens § 39 er sanktioneret med bøde, jf. fondsbørslovens § 44, stk. 1. Er overtrædelsen begået af et børsmæglerselskab eller et selskab, som udsteder værdipapirer, kan selskabet eller udstederen som sådan pålægges straf, jf. § 44, stk. 5. Herudover kan der i forbindelse med insider-handel være forskyldt bødestraf efter aktieselskabslovens bestemmelser, eksempelvis bødestraf efter § 161 ved overtrædelse af forbudet mod spekulation efter § 53, stk. 2, eller som følge af overtrædelse af tavshedspligten, jf. aktieselskabslovens § 160, stk. 1, 2. pkt. Endelig kan der i grovere tilfælde være tale om overtrædelse af straffelovens bestemmelser, f.eks. §§ 296-297, jf. kapitel 2.4.3. Det skal i øvrigt bemærkes, at straffelovens almindelige bestemmelser om forsøg og medvirken finder anvendelse i forbindelse med overtrædelse af reglerne om insider-handel.

For det tredje finder almindelige *aftaleretlige og køberetlige regler* anvendelse på insider-handel. Har en insider købt værdipapirer af eller solgt sådanne til en medkontrahent, som ikke har været i besiddelse af intern viden, vil aftalen efter omstændighederne være ugyldig efter aftalelovens § 33 (stridende mod almindelig hæderlighed) eller efter § 36 (urimelig eller i strid med redelig handlemåde). Er der tale om en handel med værdipapirer, vil købelovens regler om misligholdelse med hertil knyttede misligholdelsesbeføjelser (hæveadgang og erstatning eller fastholdelse af købet kombineret med et krav på forholdsmæssigt afslag og erstatning) ligeledes efter omstændighederne kunne komme på tale.

For det fjerde kan der til insider-handel knytte sig visse *andre civilretlige sanktio-*

ner. Eksempelvis kan der for aktieselskabers, direktions- og bestyrelsesmedlemmers vedkommende være tale om, at selskabet eller andre kan rejse erstatningskrav mod ledelsesmedlemmer m.v. efter reglerne i aktieselskabslovens § 140 ff.

11.2. Skærpede sanktioner.

Udvalget har overvejet at skærpe sanktionsbestemmelserne i forbindelse med insider-handel. Dette gælder såvel de strafferetlige som de civilretlige regler.

For at sanktionsbestemmelserne kan have præventiv virkning, er det afgørende, at sanktionen er udformet på en sådan måde, at både den person, der bliver pålagt den pågældende sanktion, og andre også opfatter denne som en mærkbar sanktion. Dette har også betydning i relation til direktivets artikel 13, hvorefter der skal fastsættes tilstrækkeligt strenge regler til at tilskynde til overholdelse af insider-reglerne.

For så vidt angår de *børsretlige sanktioner* vil det formentlig have en væsentlig præventiv effekt, hvis man offentliggør navnene på de personer eller det selskab, som efter Københavns Fondsbørs eller Finanstilsynets opfattelse ikke har handlet i overensstemmelse med de gældende regler og retningslinier. Et sådant system kendes fra London. I de situationer, hvor markedsautoriteterne finder, at et selskab ikke har handlet i overensstemmelse med en given standard, sanktioneres dette med en påtale, der offentliggøres. Der udøves således mere et skøn over det etiske i en given handle måde end en bedømmelse af, hvorvidt en given retsregel er overtrådt.

Med hensyn til de *strafferetlige sanktioner* er det påkrævet at fastsætte bøders størrelse på et sådant niveau, at de tages seriøst og samtidig har en præventiv effekt. Den præventive effekt er en medvirkende årsag til, at udvalget foreslår, at strafbestemmelsen udvides til også at omfatte hæfte og fængsel. Udvalget har i den forbindelse draget parallel til straffelovens regler om formueforbrydelser, primært § 279 (bedrageri), der foreskriver hæfte eller fængsel indtil 1 år og 6 måneder, som under skærpende omstændigheder kan stige til fængsel i indtil 8 år, jf. §§ 285-286.

Udvalget har bemærket, at man i Norge har foreslået en stramning af insider-reglerne, hvor man samtidig har foreslået strafferammen ændret fra 1 års fængsel

til fængsel i 6 år. I Sverige har en nylig afgiven betænkning ligeledes foreslået en stramning af sanktionerne i forbindelse med overtrædelse af insider-reglerne.

Udvalget foreslår på denne baggrund, at overtrædelse af forbudet mod insider-handel og forbudet mod videregivelse af intern viden samt tilskyndelse til køb/salg af værdipapirer, hvorom personer har intern viden, straffes med bøde, hæfte eller fængsel i indtil 1 år og 6 måneder. Er overtrædelsen af § 39a, stk. 1, (forbud mod insider-handel) forsætlig og af særlig grov beskaffenhed, eller når et større antal forsætlige overtrædelser er begået, bør straffen kunne stige til fængsel i indtil 4 år.

Herudover bør der ske konfiskation efter straffeovens almindelige regler (§ 75 ff.).

11.3. Bevisbyrden i civilretten.

Der knytter sig et særligt problem til anvendelse af civilretlige sanktioner i forbindelse med insider-handel. Efter de i dansk ret almindeligt gældende regler om *bevisbyrde* er det den person, som har handlet med insideren, der skal bevise, at der foreligger omstændigheder, som medfører aftalens ugyldighed eller ophævelse. Indgås aftalen direkte mellem insideren og medkontrahenten (eller gennem en mellemmand, men dog således, at såvel sælgers som købers identitet er parterne bekendt) kan aftalens parter umiddelbart fastlægges. Men ofte foregår handel med værdipapirer således, at modpartens identitet ved køb og salg ikke umiddelbart kan fastslås. Aftalelovens og købelovens regler om ugyldighed og misligholdelse finder anvendelse på sådanne handler, men det kan i praksis være yderst vanskeligt at løfte den bevisbyrde, som påhviler den køber/sælger, der har handlet værdipapirer på det tidspunkt, hvor insideren har henholdsvis solgt eller købt papirer berørt af intern viden.

Med hensyn til muligheden for at en skadelidt kan få erstatning for et eventuelt tab, som måtte lides i forbindelse med insider-handel, skal det bemærkes, at bevisbyrden afhænger af, om der er tale om erstatning i eller uden for kontraktsforhold. Er der tale om erstatning *uden for kontraktsforhold*, hvilket f.eks. er tilfældet, såfremt erstatningskravet støttes på aktieselskabslovens § 140, påhviler bevisbyrden skadelidte. Det vil sige, at denne må bevise, at skadevolderen (insideren) har handlet culpøst, ligesom tabets størrelse og årsagssammenhæng mellem den dadelværdige handling og det lidte tab må bevises af skadelidte. Ved erstatning *i kontraktsforhold* kan den medkontrahent, som har bevist, at der

foreligger misligholdelse, i visse tilfælde kræve erstatning, med mindre medkontrahenten (insideren) beviser, at han ikke har handlet culpøst. Der gælder således i kontraktsforhold i et vist omfang omvendt bevisbyrde med hensyn til erstatningsgrundlaget. Derimod skal skadelidte også i kontraktsforhold bevise tabets størrelse.

I visse udenlandske retssystemer har disse bevismæssige problemer ført til ændring af det bevismæssige krav for at opnå erstatning i forbindelse med insiderhandel, f.eks. således at såfremt en køber/sælger kan bevise, at en insider har handlet (solgt/købt) på et givet tidspunkt, formodes den pågældende at have lidt et tab svarende til den anslåede difference i værdipapirets kurs før og efter offentliggørelsen af den interne viden.

Udvalget har overvejet, hvorvidt man - i overensstemmelse med dansk retstradition - skal overlade det til domstolene i den konkrete sag, at fastsætte de nærmere krav til parternes bevisbyrde, eller om man skal indføre en *bevisbyrderegulering* for så vidt angår erstatningsansvaret.

Bevisbyrderegulering vil kunne opstilles i visse kvalificerede situationer, hvor der er en vis formodning for, at der er handlet på baggrund af intern viden. Bevisbyrderegulering kan f.eks. opstilles over for selskaber og andre juridiske personer, der handler med værdipapirer samtidig med, at der i virksomheden findes intern viden, som er af betydning for det værdipapir, der er handlet. Tilsvarende vil kunne gælde for bestyrelsesmedlemmer, direktører og ledende medarbejdere hos værdipapirudstedere, i pengeinstitutter og i børsmægler-selskaber samt for visse rådgivere (f.eks. advokater og revisorer), såfremt denne personkreds handler med værdipapirer på et tidspunkt, hvor der i virksomheden/hos rådgiveren findes intern viden.

Bevisbyrdereguleringen kan udformes således, at ovennævnte kreds af personer og virksomheder (de sagsøgte) ifalder erstatningsansvar, medmindre de kan godtgøre, at der ikke er sket misbrug af den interne viden, som befandt sig i virksomheden. En mindre vidtgående bevisbyrderegulering kunne bestå i, at den sagsøgte som minimum skal godtgøre, at der i virksomheden er truffet passende forholdsregler f.eks. oprettet Chinese walls til at undgå, at insider-handel finder sted. Kan dette ikke godtgøres, vil sagsøgte være erstatningsansvarlig.

Bevisbyrderegulering vil alt andet lige gøre det lettere for en medkontrahent at føre retssag om erstatning mod den kreds af personer og virksomheder, som har

særlig let adgang til intern viden om visse værdipapirer, og som samtidig handler med sådanne værdipapirer.

I sådanne situationer kan medkontrahenten have en begrundet formodning om, at han har handlet med en »insider«. Dette er især tilfældet, hvis myndighederne på grund af bevisets stilling afstår fra at rejse tiltale (det vil sige føre en straffesag) for overtrædelse af forbudet mod insider-handel.

En bevisbyrderegulering vil således kunne medvirke til at sikre, at de øvrige bestemmelser overholdes; ikke mindst den foreslåede § 39b, stk. 2, (krav om at visse virksomheder skal have interne regler for medarbejdernes omgang med intern viden, jf. kapitel 8.1.3.) og den foreslåede § 39c (krav om at visse virksomheder og offentlige myndigheder skal have interne regler om medarbejdernes adgang til at handle med visse værdipapirer, jf. kapitel 6.8.).

Bevisbyrderegulering i forbindelse med erstatning ved insider-handel giver dog vanskeligheder. For det første vil en lovfæstet bevisbyrderegulering ikke kunne udformes på en sådan måde, at den tager behørigt hensyn til de særlige omstændigheder, der kan foreligge i den enkelte sag. Der er derfor risiko for, at man indfører en bevisbyrderegulering, som i visse situationer vil vise sig at virke lige så urimelig som den nuværende retstilstand.

For det andet vil det kunne være ganske vanskeligt og i visse tilfælde måske umuligt for sagsøgte at føre det krævede bevis. På de retsområder, hvor man normalt anvender bevisbyrderegulering, vil der typisk foreligge konstaterbare forhold, der kan påberåbes af den, der har bevisbyrden. Dette vil sjældent være tilfældet ved erstatningsansvar i forbindelse med insider-handel, hvor man principielt må kræve, at der skal føres bevis for, at vedkommende ikke var i besiddelse af en subjektiv viden (intern viden).

For det tredje byder erstatningsretlige sanktioner på visse vanskeligheder, som i praksis må antages at ville begrænse reglens praktiske betydning. Det vil ofte være vanskeligt at finde ud af, hvem der er medkontrahenten, og dermed vanskeligt at afklare, om man har handlet med »insideren«.

Endvidere er det ikke sikkert, at den, der har handlet med »insideren«, har lidt noget tab i erstatningsretlig forstand. Ofte vil der være handlet til den i markedet gældende pris. Hvis »insideren« ikke havde været medkontrahent, var handlen formentlig indgået til samme kurs, men med andre, som ikke havde anden viden end markedet i almindelighed.

Udvalget finder på baggrund af de nævnte vanskeligheder, at det ikke er ønskeligt at indføre en lovfæstet erstatningsretlig bevisbyrde i forbindelse med insider-handel. Udvalget påpeger, at købeloven i dag regulerer spørgsmålet om erstatningsansvar og bevisbyrde, og at der til dato ikke findes sager, som indicerer, at der er behov for at indføre andre regler. Dette må blandt andet ses i lyset af, at domstolene har en betydelig frihed i bevisvurderingen, hvilket ønskes fastholdt. Endelig fremhæver udvalget, at spørgsmålet om erstatningsansvar og bevisbyrde i givet fald bør ses i sammenhæng med beslægtede spørgsmål som ugyldighed, hæveadgang m.v.

Udvalget peger her på, at der er tilfældegrupper, hvor domstolene - uanset at der ikke er udtrykkelige lovregler herom - ikke normalt bør tildele sagsøgeren bevisbyrden. Det drejer sig især om tilfælde, hvor sagsøgte er en primær insider, jf. kapitel 6.2. Som eksempel kan nævnes ledelsen i et børsnoteret selskab, der efter aktieselskabslovens § 54 burde kende forholdene, men som påstår ikke at have kendt dem.

Endvidere påpeger udvalget, at de præventive forslag om krav om interne regler for visse virksomheder (krav om regler for medarbejdernes omgang med intern viden, jf. kapitel 8.1.3 og krav om regler om medarbejdernes adgang til at handle med visse værdipapirer, jf. kapitel 6.8) i sig selv vil påvirke domstolenes vurdering af bevisførelsen og efter en konkret vurdering vil kunne føre til en omvendt bevisbyrde i tilfælde, hvor de interne regelsæt vurderes ikke at være betryggende.

11.4. Generel prævention.

Ud over det i disse afsnit anførte finder udvalget, at man til styrkelse af det præventive element skal indføre lovbestemmelser, der pålægger udstedere af børsnoterede værdipapirer samt andre, der regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, at udarbejde interne retningslinier, der har til formål at forebygge insider-handel. Disse retningslinier skal dels omfatte regler om handel med værdipapirer, jf. kapitel 6.8, dels regler med henblik på at forhindre videregivelse af intern viden, jf. kapitel 8.1.3.

Udvalget har diskuteret, om man enten i lighed med Sverige skulle etablere et såkaldt insider-register, hvortil bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere skulle rapportere deres handler med aktier, eller om man i lighed med f.eks. USA skulle have regler, hvorefter man antager, at ledende medarbejders køb og salg

inden for en 6 måneders periode pr. definition altid sker på baggrund af insiderviden (short swing profit rule).

Udvalget finder, at sådanne regler ikke er i overensstemmelse med dansk retstradition, hvorfor udvalget ikke foreslår, at sådanne regler indføres.

Kapitel 12

Udvalgets lovforslag

Forslag til lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs.
(Insider-handel)

§ 1

I lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbekendtgørelse nr. 536 af 8. september 1988, foretages følgende ændringer:

1. I § 10 indsættes som nyt nr.:

»6) at Fondsbørsen overvåger den indberetningspligtige handel med værdipapirer.«

2. I § 13, stk. 2, indsættes som 2. pkt.:

»Til brug for administrationen af § 10, nr. 6, kan tilsvarende pålæg gives den, der er indberetningspligtig efter § 34.«

3. Efter § 19 indsættes:

»§ 19a. Et selskab, der har aktier optaget til notering på Københavns Fondsbørs, skal straks give Fondsbørsen meddelelse om selskabets og datterselskabers samlede besiddelse af aktier i selskabet, når den pålydende værdi af disse udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen i selskabet.

Stk. 2. Bestemmelsen i stk. 1 finder tilsvarende anvendelse, når aktiebesiddelsen efterfølgende ændres i forhold til den senest meddelte besiddelse, og ændringen udgør 2 pct. eller mere af aktiekapitalen.

Stk. 3. De i stk. 1 og 2 nævnte meddelelser til Københavns Fondsbørs skal indeholde oplysning om den aktuelle aktiebesiddelse fordelt på aktieklasser og om den til Fondsbørsen senest indberettede aktiebesiddelse.«

4. I § 35, stk. 1, indsættes som nyt nr.:

»5) at lovens §§ 39a-39d overholdes.«

5. § 35, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. § 49, stk. 3, § 50. stk. 1 og 4, § 50a og § 51 i lov om banker og sparekasser m.v. finder tilsvarende anvendelse.«

6. Efter § 35 indsættes:

»§ **35a**. Er der grundlag for at formode, at der er sket en overtrædelse af §§ 39a eller 39b, kan Finanstilsynet pålægge fysiske og juridiske personer at afgive de oplysninger, der er nødvendige til sagens undersøgelse. Tilsynet kan pålægge de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber at indberette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 2. Tilsynet kan indhente oplysninger, herunder i elektronisk form, fra offentlige myndigheder.

Stk. 3. Ansatte på Københavns Fondsbørs bistår efter anmodning fra Finanstilsynet i de undersøgelser, der iværksættes efter stk. 1.«

7. Kapitel 11 affattes således:

"Kapitel 11 Misbrug af oplysninger.

§ 39. Ved værdipapirer forstås i dette kapitel:

1) Værdipapirer af enhver art, herunder finansielle kontrakter, der er optaget til handel på en børs eller et tilsvarende, reguleret marked for værdipapirer i en eller flere af medlemsstaterne i De Europæiske Fællesskaber eller i de nordiske lande.

2) Unoterede finansielle kontrakter, der er knyttet til et eller flere værdipapirer, som er optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

Stk. 2. Ved intern viden forstås ikke-offentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages at få betydning for prisdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort.

Stk. 3. En oplysning anses i nærværende kapitel for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til Københavns Fondsbørs, når oplysningen er videresendt herfra.

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

Stk. 2. Har en af de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i besiddelse af intern viden, må virksomheden ikke medvirke til handlens gennemførelse.

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

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

§ 39b. Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

Stk. 2. Udstedere af værdipapirer skal udarbejde interne regler med det formål at hindre, at intern viden er tilgængelig for andre end dem, der har et behov herfor. Tilsvarende regler skal udarbejdes af offentlige myndigheder og virksomheder, herunder pengeinstitutter, børsrådgivningselskaber, advokater og revisorer, som i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden.

§ 39c. En udsteder af værdipapirer og dennes moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og andre medarbejders adgang til for egen eller trediemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer og dertil knyttede finansielle kontrakter.

Stk. 2. Offentlige myndigheder og virksomheder, herunder pengeinstitutter, børsrådgivningsvirksomheder, advokater og revisorer, der i kraft af deres virksomhedsudøvelse regelmæssigt kommer i besiddelse af intern viden, skal udarbejde interne regler som foreskrevet i stk. 1. Er de i 1. pkt. nævnte virksomheder organiseret som interessentskaber, kommanditselskaber eller lignende, skal de interne regler tillige omfatte ejerne.

Stk. 3. Interne regler udstedt efter stk. 1 og 2 samt § 39b, stk. 2, skal på forlangende udleveres til Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet.

§ 39d. Medvirker et af de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber ved en handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for selskabet. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og CPR- eller SE-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et CPR- eller SE-nummer. Sker handelen på vegne af tredjemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 2. Selskabet skal registrere de i stk. 1 nævnte oplysninger.«

8. I § 43, stk. 2, indsættes som 3. pkt.:

»Bestemmelsen i 2. pkt. omfatter ikke Finanstilsynets pålæg efter § 35a.«

9. § 44, stk. 1,1. pkt., affattes således:

»Overtrædelse af § 3, § 4, § 7, stk. 3, § 19a, § 24, stk. 1 og 3, § 26, 2. pkt., § 29, § 30, § 34, § 37, stk. 2, § 39a, stk.2, § 39b, stk. 2, § 39c og § 39d straffes med bøde.«

10. § 44, stk. 3, affattes således:

»Stk. 3. Den, der ikke efterlever et pålæg efter § 13, stk. 2, § 35, stk. 3, § 35a, stk. 1, eller § 46, eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter borgerlig straffelov.«

11. § 44, stk. 5 affattes således:

»Stk. 5. Er en overtrædelse begået af et aktieselskab, anpartsselskab, andelsselskab eller lignende, kan der pålægges selskabet som sådant bødean

svar. Er overtrædelsen begået af staten, en kommune eller et kommunalt fællesskab, der er omfattet af § 60 i lov om kommunernes styrelse, kan der pålægges staten, kommunen eller det kommunale fællesskab bødeansvar.«

12. Efter § 44 indsættes:

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

Stk. 2. Bestemmelsen i § 44, stk. 5, finder tilsvarende anvendelse.«

13. I § 45 indsættes som stk. 2:

»Stk. 2. Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter § 35a, stk. 1, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge den fysiske person eller den juridiske person som sådan eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige tvangsbøder.«

§ 2

Loven træder i kraft den xx.

Stk. 2. Bestemmelserne i § 1, nr. 7, træder først i kraft den YY, for så vidt angår forpligtelserne til at udarbejde interne regler efter § 39b, stk. 2, og § 39c.

II

(Retsakter hvis offentliggørelse ikke er obligatorisk)

RÅDET

RÅDETS DIREKTIV

af 13. november 1989

om samordning af retsforskrifterne vedrørende insider-handel

(89/592/EØF)

RÅDET FOR DE EUROPÆISKE
FÆLLESSKABER HAR —

under henvisning til Traktaten om Oprettelse af Det
Europæiske Økonomiske Fællesskab, særlig artikel 100A,

under henvisning til forslag fra Kommissionen (¹),

i samarbejde med Europa-Parlamentet (²),

under henvisning til udtalelse fra Det Økonomiske og
Sociale Udvalg (³), og

ud fra følgende betragtninger:

I henhold til Traktatens artikel 100A, stk. 1, vedtager
Rådet de foranstaltninger med henblik på indbyrdes
tilnærmelse af medlemsstaternes ved lov eller administra-
tivt fastsatte bestemmelser, der vedrører det indre markeds
oprettelse og funktion ;

det sekundære værdipapirmarked spiller en vigtig rolle for
tilvejebringelse af kapital til erhvervslivet ;

skal dette marked kunne løse sin opgave på en effektiv
måde, må der træffes alle foranstaltninger til at sikre, at
det fungerer tilfredsstillende ;

dette markeds tilfredsstillende funktion er i vidt omfang
afhængig af den tillid, investorerne har hertil ;

denne tillid afhænger bl.a. af den garanti, der gives inve-
storerne for, at de stilles lige, og at de er beskyttet mod
ulovlig anvendelse af intern viden ;

(¹) EFT nr. C 153 af 11. 6. 1987, s. 8, og

EFT nr. C 277 af 27. 10. 1988, s. 13.

(²) EFT nr. C 187 af 18. 7. 1987, s. 93, og

afgørelse af 11. oktober 1989 (endnu ikke offentliggjort i EFT).

(³) EFT nr. C 35 af 8. 2. 1989, s. 22.

insider-handel kan, da den giver visse investorer fordele i
forhold til andre, undergrave denne tillid og derved lægge
hindringer i vejen for et velfungerende marked ;

der bør derfor træffes sådanne foranstaltninger, som er
nødvendige til at bekæmpe insider-handel ;

i visse medlemsstater findes der ikke retsforskrifter, som
forbyder insider-handel, og der er betydelige forskelle
mellem de retsforskrifter, der findes i medlemsstaterne ;

der bør derfor på dette område vedtages samordnede rets-
forskrifter på fællesskabsplan ;

sådanne samordnede retsforskrifter vil ligeledes indebære
den fordel, at insider-handel på tværs af grænserne kan
bekæmpes mere effektivt som følge af samarbejdet
mellem de kompetente myndigheder ;

eftersom erhvervelse og afhændelse af værdipapirer
nødvendigvis forudsætter en forudgående beslutning
herom fra den person, som foretager den ene eller den
anden af disse transaktioner, skal en sådan erhvervelse
eller afhændelse ikke i sig selv betragtes som anvendelse
af intern viden ;

insider-handel forudsætter udnyttelse af intern viden ; det
forhold alene, at en »market-maker« eller et organ, der har
tilladelse til at optræde som modpart, eller at en børs-
mægler, der er i besiddelse af intern viden, begrænser sig
til for de to førstnævnte vedkommende at udøve deres
normale virksomhed med køb eller salg af værdipapirer
og for sidstnævnte vedkommende at effektuere ordrer,
bør derfor ikke i sig selv betragtes som anvendelse af
sådan intern viden ; det forhold, at der foretages transak-
tioner med det formål at regulere kursen på nyudstedte
værdipapirer eller værdipapirer, der er handlet som led i
et sekundært tilbud, bør således heller ikke i sig selv
betragtes som anvendelse af intern viden ;

vurderinger udarbejdet på grundlag af offentligt tilgængelige oplysninger kan ikke betragtes som intern viden, og transaktioner, der udføres på grundlag af denne type af vurderinger, skal derfor ikke betragtes som insider-handel i henhold til dette direktiv;

det at meddele intern viden til en myndighed med henblik på at give denne mulighed for at sikre overholdelsen af bestemmelserne i dette direktiv eller andre gældende bestemmelser, kan naturligvis ikke være omfattet af de i dette direktiv fastsatte forbud —

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV :

Artikel 1

I dette direktiv forstås ved :

1) intern viden : viden, som ikke er blevet offentliggjort, som er af en præcis karakter og vedrører en eller flere udstedere af værdipapirer eller et eller flere værdipapirer, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på det eller de pågældende værdipapirer;

2) værdipapirer :

- a) aktier og obligationer samt dermed ligestillede værdipapirer,
- b) aftaler eller fordringer, der gør det muligt at tegne, købe eller sælge værdipapirer som nævnt i litra a),
- c) terminskontrakter og andre terminshandler samt optioner vedrørende værdipapirer som nævnt i litra a),
- d) indekserede aftaler vedrørende værdipapirer som nævnt i litra a),

når de er optaget til omsætning på et reguleret marked, som kontrolleres af offentligt anerkendte myndigheder, og som fungerer regelmæssigt og er direkte eller indirekte tilgængeligt for offentligheden.

Artikel 2

1. Hver medlemsstat forbyder personer, der:

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

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

2. Når en person som omhandlet i stk. 1 er et selskab eller en anden juridisk person, gælder det i samme stykke omhandlede forbud de fysiske personer, der deltager i afgørelsen om at foretage transaktionen på den pågældende juridiske persons vegne.

3. Det i stk. 1 omhandlede forbud gælder også ved enhver erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer, der finder sted med en professionel formidlers medvirken.

Hver medlemsstat kan foreskrive, at dette forbud ikke gælder ved erhvervelse eller afhændelse af værdipapirer, der, uden en professionel formidlers medvirken, finder sted uden for et marked som defineret i artikel 1, nr. 2, i slutningen.

4. Dette direktiv finder ikke anvendelse på transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller ethvert andet organ, som staten udpeger hertil, eller enhver anden person, der handler på disses vegne som led i vedkommende stats monetære politik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik. Medlemsstaterne kan lade denne undtagelse gælde for deres delstater eller for lokale administrative enheder svarende hertil for så vidt angår forvaltningen af disses offentlige gæld.

Artikel 3

Hver medlemsstat forbyder personer, der er omfattet af det i artikel 2 omhandlede forbud, og som er i besiddelse af intern viden :

- a) at meddele sådan intern viden til tredjemand, medmindre det sker som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner;
- b) på grundlag af en sådan intern viden at tilskynde tredjemand til at erhverve eller afhænde værdipapirer eller gennem tredjemand at erhverve eller afhænde værdipapirer, der er optaget til omsætning på vedkommende medlemsstats værdipapirmarkeder som defineret i artikel 1, stk. 2, i slutningen.

Artikel 4

Hver medlemsstat lader ligeledes forbuddet i artikel 2 gælde for enhver person ud over de i nævnte artikel omhandlede, der bevidst er i besiddelse af intern viden, som kun direkte eller indirekte kan stamme fra en af de i artikel 2 omhandlede personer.

Artikel 5

Hver medlemsstat lader mindst de i artikel 2, 3 og 4 omhandlede forbud gælde for handlinger, der foretages på dens område, i det omfang de pågældende værdipapirer er optaget til omsætning på markedet i en medlemsstat. I hvert fald skal hver medlemsstat betragte en transaktion som værende foretaget på dens område, når den foretages på et marked som defineret i artikel 1, nr. 2, i slutningen, der er beliggende eller opererer på dette område.

Artikel 6

Hver medlemsstat kan fastsætte strengere bestemmelser end dem, der er foreskrevet i dette direktiv, eller supplerende bestemmelser, forudsat at sådanne bestemmelser finder almindelig anvendelse. Den kan navnlig udvide rækkevidden af det i artikel 2 fastsatte forbud og lade forbuddene i artikel 3 gælde for de i artikel 4 nævnte personer.

Artikel 7

Bestemmelserne i skema C, nr. 5, litra a), i bilaget til direktiv 79/279/EØF (*) finder ligeledes anvendelse på selskaber og virksomheder, hvis værdipapirer, uanset deres art, er optaget til omsætning på et marked som defineret i artikel 1, nr. 2, i slutningen, i nærværende direktiv.

Artikel 8

1. Hver medlemsstat udpeger den eller de administrative myndigheder, der er kompetente til, i givet fald i samarbejde med andre myndigheder, at påse anvendelsen af de bestemmelser, der vedtages til gennemførelse af dette direktiv. Den underretter Kommissionen herom, og denne fremsender de pågældende oplysninger til de øvrige medlemsstater.

2. For udførelsen af deres opgaver tillægges de kompetente myndigheder den nødvendige kompetence og alle nødvendige beføjelser til at udøve kontrol og foretage undersøgelser, i givet fald i samarbejde med andre myndigheder.

Artikel 9

Hver medlemsstat foreskriver, at alle personer, der udøver eller har udøvet en form for virksomhed ved de i artikel 8 omhandlede kompetente myndigheder, er underkastet tavshedspligt. Oplysninger, der er omfattet af tavshedspligt, må ikke videregives til nogen som helst person eller myndighed, medmindre der er lovhjemmel herfor.

Artikel 10

1. Medlemsstaternes kompetente myndigheder sikrer indbyrdes, under anvendelse af de i artikel 8, stk. 2, nævnte beføjelser, det samarbejde, der er nødvendigt for udførelsen af deres opgaver. Med henblik herpå og uanset artikel 9 meddeler de hinanden alle nødvendige oplysninger, herunder sådanne, som vedrører handlinger, der i henhold til de muligheder, som ved artikel 5 og artikel 6, andet punktum, er tillagt medlemsstaterne, kun er forbudt af den medlemsstat, som anmoder om samarbejdet. De således udvekslede oplysninger er omfattet af den tavshedspligt, der påhviler personer, som udøver eller har udøvet en form for virksomhed ved den myndighed, der modtager oplysningerne.

2. De kompetente myndigheder kan nægte at efterkomme en anmodning om oplysninger :

- a) når meddelelse af disse oplysninger vil kunne bringe den ansøgte medlemsstats suverænitet, sikkerhed eller offentlige orden i fare ;
- b) når der allerede over for den ansøgte stats myndigheder er iværksat retsforfølgning for de samme forhold og mod de samme personer, eller når disse personer allerede af den ansøgte stats kompetente myndigheder har fået endelig dom for de samme sagsforhold.

3. Med forbehold af de forpligtelser, der påhviler dem i forbindelse med strafferetlige procedurer, kan de myndigheder, som modtager oplysninger i henhold til stk. 1, kun gøre brug heraf som led i udøvelsen af deres funktioner i henhold til artikel 8, stk. 1, samt under en administrativ eller retslig procedure, der specielt vedrører myndighedens udøvelse af disse funktioner. Giver den kompetente myndighed, der har fremsendt en oplysning, sit samtykke hertil, kan den myndighed, der har modtaget oplysningen, dog gøre brug af den til andre formål eller videregive den til de kompetente myndigheder i andre stater.

Artikel 11

Fællesskabet kan i overensstemmelse med Traktaten indgå aftaler med tredjelande på de områder, der er omfattet af dette direktiv.

Artikel 12

Det ved artikel 20 i direktiv 79/279/EØF nedsatte kontaktudvalg har ligeledes til opgave :

- a) at muliggøre regelmæssige samråd om konkrete problemer, der måtte opstå i forbindelse med gennemførelsen af dette direktiv, og om hvilke en udveksling af synspunkter skønnes hensigtsmæssig ;
- b) om nødvendigt, at rådgive Kommissionen for så vidt angår tilføjelser til eller ændringer af dette direktiv.

Artikel 13

Hver medlemsstat fastsætter de sanktioner, der skal bringes i anvendelse ved overtrædelse af de bestemmelser, der vedtages til gennemførelsen af dette direktiv. Disse sanktioner skal være tilstrækkelig strenge til at tilskynde til overholdelse af de pågældende bestemmelser.

Artikel 14

1. Medlemsstaterne træffer de nødvendige foranstaltninger for at efterkomme dette direktiv inden den 1. juni 1992. De underretter straks Kommissionen herom.
2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen de nationale retsfor skrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af dette direktiv.

Artikel 15

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 13. november 1989.

På Rådets vegne

P. BÉRÉGOVOY

Formand

(*) EFT nr. L 66 af 16. 3. 1979, s. 21.

RÅDETS DIREKTIV

af 12. december 1988

om offentliggørelse af oplysninger ved **erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab**

(88/627/EØF)

RÅDET FOR DE EUROPÆISKE
FÆLLESSKABER HAR —under henvisning til Traktaten om Oprettelse af Det
Europæiske Økonomiske Fællesskab, særlig artikel 54,under henvisning til forslag fra Kommissionen (¹),i samarbejde med Europa-Parlamentet (²),under henvisning til udtalelse fra Det Økonomiske og
Sociale Udvalg (³), og

ud fra følgende betragtninger :

En hensigtsmæssig politik for oplysning af investorer med hensyn til værdipapirer kan sikre en bedre beskyttelse af disse, øge deres tillid til markedet og derved forbedre den måde, hvorpå markedet fungerer ;

en samordning af denne politik på fællesskabsniveau, således at beskyttelsen gøres mere ensartet, vil kunne bidrage til en integrering af værdipapirmarkedene i medlemsstaterne og derved også til etablering af et reelt europæisk kapitalmarked ;

med henblik herpå bør investorerne underrettes om betydelige andele og om ændringer af stemmerettighederne, der er knyttet til disse andele i selskaber i Fællesskabet, hvis aktier er optaget til officiel notering på en fondsbørs, der er beliggende i eller udøver virksomhed i Fællesskabet ;

indholdet af en sådan underretning samt de nærmere gennemførelsesbestemmelser i forbindelse hermed bør fastsættes på ensartet måde ;

selskaber, hvis aktier er optaget til officiel notering på en fondsbørs i Fællesskabet, har kun mulighed for at oplyse offentligheden om ændringer i besiddelsen af betydelige andele, hvis de er blevet underrettet om disse ændringer af den, som besidder disse andele ;

de fleste medlemsstater pålægger ikke disse kapitalejere en sådan pligt, og hvor en sådan pligt findes, er der bety-

delige forskelle i gennemførelsesbestemmelserne ; der bør derfor vedtages ensartede regler på fællesskabsplan —

UDSTEDT FØLGENDE DIREKTIV

Artikel 1

1. Medlemsstaterne anvender dette direktivs regler på fysiske personer og offentlig- eller privatretlige juridiske enheder, som direkte eller gennem en anden person erhverver eller afhænder en andel, der opfylder kriterierne i artikel 4, stk. 1, og som medfører en ændring i besiddelsen af stemmerettigheder i et selskab, der er underkastet deres lovgivning, og hvis aktier er optaget til officiel notering på en eller flere fondsbørs, der er beliggende i eller udøver virksomhed i en eller flere medlemsstater.

2. Når erhvervelse eller afhændelse af en betydelig andel som nævnt i stk. 1 sker via aktiecertifikater, finder direktivet anvendelse på ihændehave af disse aktiecertifikater og ikke på deres udsteder.

3. Dette direktiv finder ikke anvendelse på erhvervelse eller afhændelse af en betydelig andel i institutter for kollektiv investering.

4. I Rådets direktiv 79/279/EØF af 5. marts 1979 om samordning af betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs (⁴), senest ændret ved direktiv 82/148/EØF (⁵), affattes bilaget, skema C, punkt 5, litra c), således :

•c) Selskabet skal, så snart det får kendskab dertil, oplyse offentligheden om ændringer i strukturen (kapitalejerne og kapitalfordelingen på disse) af de betydelige andele i dets kapital i forhold til tidligere offentliggjorte oplysninger herom.

Navnlig skal selskaber, der ikke er omfattet af Rådets direktiv 88/627/EØF af 12. december 1988 om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab (⁶) hver gang de får kendskab dertil og senest ni kalenderdage herefter, oplyse offentligheden om, at en person eller enhed har erhvervet eller afhændet en så stor aktieandel, at hans beholdning når op over eller ned under de i direktivets artikel 4 fastsatte tærskler.

(¹) EFT nr. C 351 af 31. 12. 1985, s. 35 og EFT nr. C 255 af 25. 9. 1987, s. 6.

(²) EFT nr. C 125 af 11. 5. 1987, s. 144 og EFT nr. C 309 af 5. 12. 1988.

(³) EFT nr. C 263 af 20. 10. 1986, s. 1.

0 EFT nr. L 348 af 17. 12. 1988, s. 62.

(⁴) EFT nr. L 66 af 16. 3. 1979, s. 21.
0 EFT nr. L 62 af 5. 3. 1982, s. 22.

Artikel 2

I henhold til dette direktiv forstås ved erhvervelse af en andel ikke blot køb af en andel, men også enhver anden form for erhvervelse af andele, uanset i hvilken egenskab og hvilken fremgangsmåde, der er anvendt, herunder erhvervelse af en andel i overensstemmelse med et af de i artikel 7 omhandlede forhold.

Artikel 3

Medlemsstaterne kan pålægge de i artikel 1, stk. 1, omhandlede fysiske personer og juridiske enheder samt selskaber strengere forpligtelser end dem, som er fastsat i dette direktiv, eller yderligere forpligtelser, forudsat at de finder generel anvendelse på alle, der erhverver eller afhænder en andel, samt på alle selskaber, eller på alle, der erhverver eller afhænder en andel, samt på alle selskaber inden for en bestemt kategori.

Artikel 4

1. Når en fysisk person eller en juridisk enhed som omhandlet i artikel 1, stk. 1, erhverver eller afhænder en andel i et selskab som omhandlet i artikel 1, stk. 1, og denne erhvervelse eller afhændelse har til følge, at den andel af stemmerettighederne, som denne person eller juridiske enhed besidder, derved når op på eller overstiger tærsklerne 10 %, 20 %, 1/3, 50 % og 2/3 eller når ned under disse tærskler, skal personen eller enheden inden syv kalenderdage underrette selskabet og samtidig den eller de kompetente myndigheder, der er omhandlet i artikel 13, om, hvor stor en andel af stemmerettighederne personen eller enheden besidder efter erhvervelsen eller afhændelsen. Medlemsstaterne kan undlade at anvende

- tærsklerne på 20 % og 1/3, hvis de anvender en enkelt tærskel på 25 % ;
- tærskelen på 2/3, hvis de anvender en tærskel på 75 %.

Fristen på syv kalenderdage løber fra det tidspunkt, hvor indehaveren af en betydelig andel får kendskab til erhvervelsen eller afhændelsen, eller fra det tidspunkt, hvor han i betragtning af omstændighederne burde have fået kendskab hertil.

Medlemsstaterne kan endvidere fastsætte, at underretningen af det pågældende selskab ligeledes skal omfatte den andel af kapitalen, som besiddes af en fysisk person eller en juridisk enhed.

2. Medlemsstaterne fastsætter om nødvendigt i deres lovgivning og under hensyn til denne de nærmere bestemmelser for, hvorledes de fysiske personer eller juridiske enheder, der er omhandlet i artikel 1, stk. 1, skal have meddelelse om de stemmerettigheder, der skal tages i betragtning ved anvendelsen af stk. 1.

Artikel 5

Medlemsstaterne fastsætter, at enhver fysisk person eller juridisk enhed, jf. artikel 1, stk. 1, på den første general-

forsamling i et selskab som omhandlet i artikel 1, stk. 1, der finder sted mere end tre måneder efter gennemførelsen af dette direktiv i national ret, skal underrette det pågældende selskab og samtidig den eller de kompetente myndigheder, hvis den besidder mindst 10 % af stemmerettighederne, og angive, hvilken procentdel af stemmerettighederne der faktisk besiddes, medmindre denne fysiske person eller juridiske enhed allerede har afgivet en erklæring i henhold til artikel 4.

Offentligheden underrettes i løbet af den måned, der følger efter denne generalforsamling, om kapitalandele på 10 % eller derover, på de i artikel 10 fastsatte vilkår.

Artikel 6

Hvis den, der erhverver eller afhænder en betydelig andel, jf. artikel 4, deltager i en virksomhedskoncem, som i medfør af direktiv 83/349/EØF (1) har pligt til at udarbejde konsoliderede regnskaber, har den pågældende ikke pligt til at give den i artikel 4, stk. 1, og i artikel 5 omhandlede underretning, hvis den gives af modervirksomheden, eller, når denne selv er en dattervirksomhed, af modervirksomhedens egen modervirksomhed.

Artikel 7

Med henblik på at vurdere om en fysisk person eller en juridisk enhed som omhandlet i artikel 1, stk. 1, skal foretage underretning som fastsat i artikel 4, stk. 1, og i artikel 5, sidestilles følgende med den stemmeret, som personen eller enheden er i besiddelse af:

- stemmeret, som andre personer eller enheder besidder i deres eget navn for den fysiske persons eller juridiske enheds regning
- stemmeret, der besiddes af virksomheder, som den fysiske person eller juridiske enhed kontrollerer
- stemmeret, der besiddes af en tredjemand, med hvem den fysiske person eller juridiske enhed har indgået en skriftlig aftale, der forpligter dem til, ved samordnet brug af deres stemmeret, at føre en langsigtet, fælles politik med hensyn til forvaltningen af det pågældende selskab
- stemmeret, der besiddes af en tredjemand i henhold til en skriftlig aftale med den fysiske person eller juridiske enhed eller med en af de virksomheder, som denne person eller enhed kontrollerer, om midlertidig overdragelse af stemmeret mod betaling
- stemmeret, der er knyttet til aktier, som besiddes af den fysiske person eller juridiske enhed, og som er deponeret som sikkerhedsstillelse, medmindre stemmeretten besiddes af depositaren, og denne erklærer, at han har til hensigt at udøve den ; i sidstnævnte tilfælde betragtes den som depositarens stemmeret
- stemmeret, der er knyttet til aktier, hvorover den fysiske person eller juridiske enhed har *ususfructus*

(1) EFT nr. L 193 af 18. 7. 1983, s. 1.

- stemmeret, som den fysiske person eller juridiske enhed eller en af de andre personer eller enheder, der er nævnt i ovenstående led, har ret til at erhverve på eget initiativ i henhold til en skriftlig aftale ; i så fald gives de oplysninger, der er omhandlet i artikel 4, stk. 1, på datoen for aftalens indgåelse
- stemmeret, der er knyttet til aktier deponeret hos den fysiske person eller juridiske enhed, og som denne kan udøve efter forgodtbefindende, når der ikke foreligger særlige instrukser tra indehaverne.

Når en person eller enhed i et selskab kan udøve de stemmerettigheder, som er omhandlet i første afsnit, sidste led, og når samtlige disse stemmerettigheder sammen med de andre stemmerettigheder, som denne person eller enhed besidder i samme selskab, når op på eller overstiger en af tærsklerne i artikel 4, stk. 1, kan medlemsstaterne uanset artikel 4, stk. 1, bestemme, at nævnte person eller enhed udelukkende kan underrette det pågældende selskab 21 kalenderdage inden selskabets generalforsamling.

Artikel 8

1. I dette direktiv forstås ved kontrolleret virksomhed enhver virksomhed, i hvilken en fysisk person eller juridisk enhed :

- a) har flertallet af selskabsdeltagernes stemmerettigheder eller
 - b) har ret til at udnævne eller afsætte flertallet af medlemmerne af administrations-, ledelses- eller tilsynsorganet og samtidig er selskabsdeltager i den pågældende virksomhed eller
 - c) er selskabsdeltager og i kraft af en aftale med andre deltagere i denne virksomhed alene kontrollerer flertallet af de pågældende selskabsdeltageres stemmerettigheder.
2. Ved anvendelsen af stk. 1 skal der til modervirksomhedens stemmerettigheder og rettigheder med hensyn til udnævnelse eller afskedigelse lægges alle andre kontrollerede virksomheders rettigheder såvel som rettigheder, der besiddes af en person eller enhed, som optræder i eget navn, men på vegne af modervirksomheden eller enhver anden kontrolleret virksomhed.

Artikel 9

1. De kompetente myndigheder kan dispensere fra kravet om underretning efter artikel 4, stk. 1, når en professionel værdipapirforhandler erhverver eller afhænder en betydelig andel, jf. artikel 4, for så vidt denne foretager denne erhvervelse eller afhændelse i egenskab af professionel værdipapirforhandler og ikke benytter denne erhvervelse til at gribe ind i det pågældende selskabs forvaltning.

2. De kompetente myndigheder kræver, at de i stk. 1 omhandlede professionelle værdipapirforhandlere skal være medlemmer af en fondsbørs, som er beliggende i eller udøver virksomhed i en medlemsstat, eller skal være godkendt eller kontrolleret af en kompetent myndighed, jf. artikel 12.

Artikel 10

1. Det selskab, som har modtaget underretning efter artikel 4, stk. 1, første afsnit, skal for sit vedkommende snarest muligt og senest ni kalenderdage efter modtagelsen af underretningen give meddelelse herom til offentligheden i hver medlemsstat, hvor dets aktier er optaget til officiel notering på en fondsbørs.

En medlemsstat kan bestemme, at den i første afsnit omhandlede meddelelse til offentligheden ikke skal gives af det pågældende selskab, men af tilsynsmyndigheden, eventuelt i samarbejde med selskabet.

2. Meddelelsen efter stk. 1 skal offentliggøres i et eller flere dagblade, der er landsdækkende eller har stor udbredelse i den eller de pågældende medlemsstater, eller gives offentligheden enten skriftligt på steder, der angives i annoncer indrykket i et eller flere dagblade, der er landsdækkende eller har stor udbredelse i den eller de pågældende stater, eller på tilsvarende måde, som er godkendt af de kompetente myndigheder.

Disse meddelelser skal affattes på det eller de officielle sprog eller på et af de officielle sprog eller på et andet sprog, forudsat at det eller de officielle sprog eller det andet sprog i den pågældende medlemsstat sædvanligvis anvendes i forbindelse med finansielle anliggender og er godkendt af de kompetente myndigheder.

Artikel 11

De kompetente myndigheder kan undtagelsesvis give de i artikel 1, stk. 1, nævnte selskaber dispensation for deres pligt til at give offentligheden meddelelse i henhold til artikel 10, når disse myndigheder finder, at udbredelsen af sådanne oplysninger vil stride mod den offentlige interesse eller tilføje de pågældende selskaber betydelig skade, forudsat at undladelse af offentliggørelse i sidstnævnte tilfælde ikke kan medføre, at offentligheden vildledes med hensyn til kendsgerninger og forhold af betydning for vurderingen af de pågældende værdipapirer.

Artikel 12

1. Medlemsstaterne udpeger den eller de myndigheder, der er kompetente ved anvendelsen af dette direktiv, og underretter Kommissionen herom, om nødvendigt med angivelse af den eventuelle kompetencefordeling mellem disse myndigheder.

2. Medlemsstaterne skal sikre, at de kompetente myndigheder tillægges de beføjelser, der er nødvendige for udøvelsen af deres hverv.

3. De kompetente myndigheder i medlemsstaterne skal samarbejde, hvor det måtte være nødvendigt med henblik på udførelsen af deres hverv, og udveksle alle fornødne oplysninger med henblik herpå.

Artikel 13

Ved anvendelsen af dette direktiv er de kompetente myndigheder myndighederne i den medlemsstat, hvori lovgivning gælder for de selskaber, der er omhandlet i artikel 1, stk. 1.

Artikel 14

1. Medlemsstaterne foreskriver, at alle personer, der er eller har været beskæftiget hos de kompetente myndigheder, undergives tavshedspligt. Denne tavshedspligt indebærer, at fortrolige oplysninger, som de pågældende modtager i forbindelse med deres hvern, ikke må videregives til nogen anden person eller myndighed, medmindre dette kan ske i henhold til lovbestemmelser.

2. Stk. 1 er dog ikke til hinder for, at de kompetente myndigheder i de forskellige medlemsstater kan udveksle de oplysninger, der er omhandlet i dette direktiv. De således udvekslede oplysninger omfattes af den tavshedspligt, der påhviler personer, som er eller har været beskæftiget hos de kompetente myndigheder, der modtager de pågældende oplysninger.

3. Den kompetente myndighed, som i henhold til stk. 2 modtager fortrolige oplysninger, må udelukkende anvende dem i udførelsen af sit hvern.

Artikel 15

Medlemsstaterne fastsætter passende sanktioner for det tilfælde, at de fysiske personer eller juridiske enheder samt de selskaber, der er omhandlet i artikel 1, stk. 1, ikke overholder bestemmelserne i dette direktiv.

Artikel 16

1. Det i henhold til artikel 20 i direktiv 79/279/EØF nedsatte kontaktudvalg har ligeledes til opgave :

- a) at muliggøre regelmæssige samråd om de eventuelle konkrete problemer, der opstår i forbindelse med anvendelsen af dette direktiv, Dg som det måtte skønnes hensigtsmæssigt at drøfte
- b) at lette samråd mellem medlemsstaterne om strengere og supplerende forpligtelser, som de i henhold til artikel 3 har mulighed for at kræve med henblik på at samordne de forpligtelser, der gælder i alle medlemsstaterne, i henhold til Traktatens artikel 54, stk. 3, litra g)
- c) om nødvendigt at rådgive Kommissionen med hensyn til eventuelle tilføjelser til og ændringer af dette direktiv.

Artikel 17

1. Medlemsstaterne træffer de nødvendige foranstaltninger for inden den 1. januar 1991 at efterkomme dette direktiv. De underretter straks Kommissionen herom.

2. Medlemsstaterne meddeler Kommissionen de nationale retsfor skrifter, som de udsteder på det område, der er omfattet af dette direktiv.

Artikel 18

Dette direktiv er rettet til medlemsstaterne.

Udfærdiget i Bruxelles, den 12. december 1988.

På Rådets vegne

P. ROUMELIOTIS

Formand

Fremsat den 23. januar 1991 af industriministeren (Anne Birgitte Lundholt)

Forslag

ni

Lov om ændring af lov om Københavns Fondsbørs (Insider-handel)

§ 1

I lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbe-
kendtgørelse nr. 536 af 8. september 1988, fore-
tages følgende ændringer:

1. I § 10 indsættes som nyt nr.:

»6) at Fondsbørsen overvåger den indberet-
ningspligtige handel med værdipapirer.«

2. I § 35, stk. 1, indsættes som nyt nr.:

»5) at lovens §§ 39a-39d overholdes.«

3. § 35, stk. 2, affattes således:

»Stk. 2. § 49, stk. 3, § 50, stk. 1 og 4, § 50a og §
51 i lov om banker og sparekasser m.v. finder
tilsvarende anvendelse.«

4. Efter § 35 indsættes:

»§ 35 a. Er der grundlag for at formode, at
der er sket en overtrædelse af §§ 39a eller 39b,
kan Finanstilsynet pålægge fysiske og juridiske
personer, at afgive de oplysninger, der er nød-
vendige til sagens undersøgelse. Tilsynet kan
pålægge de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber at ind-
berette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 2. Tilsynet kan indhente oplysninger,
herunder i elektronisk form, fra offentlige myn-
digheder, såfremt oplysningerne er nødvendige
til sagens undersøgelse.

Stk. 3. Ansatte på Københavns Fondsbørs
bistår efter anmodning fra Finanstilsynet i de
undersøgelser, der iværksættes efter stk. 1.«

5. Kapitel 11 affattes således:

»Kapitel 11

Misbrug af oplysninger.

§ 39. Ved værdipapirer forstås i dette kapitel:

- 1) Værdipapirer af enhver art, herunder finan-
sielle kontrakter, der er optaget til handel på
en børs eller et tilsvarende, reguleret mar-
ked for værdipapirer i en eller flere af med-
lemsstaterne i De Europæiske Fællesskaber
eller i de nordiske lande.
- 2) Unoterede finansielle kontrakter, der er
knyttet til et eller flere værdipapirer, som er
optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

Stk. 2. Ved intern viden forstås ikke-offent-
liggjorte oplysninger om udstedere af værdipa-
pirer, værdipapirer eller markedsforhold ved-
rørende disse, og som må antages at ville kunne
få betydning for kursdannelsen på et eller flere
værdipapirer, hvis oplysningerne blev offent-
liggjort.

Stk. 3. En oplysning anses i nærværende ka-
pitel for offentliggjort, når der er sket en for
markedet generel og relevant videreformidling
af denne. Som sådan offentliggørelse anses
meddelelse til Københavns Fondsbørs, når op-
lysningen er videresendt herfra.

§ 39 a. Køb, salg samt rådgivning eller anden
form for tilskyndelse til køb eller salg af et værdi-
papir må ikke foretages af nogen, der har in-
tern viden, som kan være af betydning for
handlen.

Stk. 2. Har en af de i § 4, stk. 1, nævnte virk-
somheder viden eller formodning om, at den,
der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i

besiddelse af intern viden, må virksomheden ikke medvirke til handlens gennemførelse.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder foretage sædvanlig handel, såfremt handlen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre, eller handlen sker som et normalt led i virksomhedens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

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

§ 39 b. Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

§ 39 c. En udsteder af værdipapirer og dets moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og ledende medarbejders adgang til for egen eller trediemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer og dertil knyttede finansielle kontrakter.

Stk. 2. Interne regler udstedt efter stk. 1 skal på forlangende udleveres til Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet.

§ 39 d. Medvirker et af de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber ved en handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for selskabet. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og CPR- eller SE-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et CPR- eller SE-nummer. Sker handelen på vegne af tredemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 2. Selskabet skal registrere de i stk. 1 nævnte oplysninger.«

6. I § 43, stk. 2, indsættes som 3. pkt.:

»Bestemmelsen i 2. pkt. omfatter ikke Finanstilsynets pålæg efter § 35a.«

7. I § 44, stk. 1, ændres: »og § 39« til: »§ 39 a, stk. 2, §§ 39 c og 39 d«.

8. § 44, stk. 3, affattes således:

»*Stk. 3.* Den, der ikke efterlever et pålæg efter § 13, stk. 2, § 35, stk. 3, § 35 a, stk. 1, og § 46 eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter borgelig straffelov.«

9. § 44, stk. 5, affattes således:

»*Stk. 5.* Er en overtrædelse begået af et aktieselskab, anpartsselskab, andelsselskab eller lignende, kan der pålægges selskabet som sådant bødeansvar. Er overtrædelsen begået af staten, en kommune eller et kommunalt fællesskab, der er omfattet af § 60 i lov om kommunernes styrelse, kan der pålægges staten, kommunen eller det kommunale fællesskab bødeansvar.«

10. Efter § 44 indsættes:

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

Stk. 2. Bestemmelsen i § 44, stk. 5, finder tilsvarende anvendelse.«

11. I § 45 indsættes som stk. 2:

»*Stk. 2.* Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter § 35a, stk. 1, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge den fysiske person eller den juridiske person som sådan eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige tvangsbøder.«

§2

Loven træder i kraft den 1. august 1991.

Bemærkninger til lovforslaget

Almindelige bemærkninger.

1. Baggrund.

Formålet med lovforslaget er først og fremmest at gennemføre Rådets direktiv af 13. november 1989 (89/592/EØF) om samordning af retsfor skrifterne vedrørende insiderhandel (herefter kaldet insiderdirektivet eller direktivet). Direktivet skal implementeres senest den 1. juni 1992. Endvidere foreslås en forbedring af mulighederne for at undersøge handler, som giver mistanke om misbrug af interne oplysninger.

Den nuværende bestemmelse i Fondsbørslovens § 39 indeholder et forbud mod misbrug af selskabsoplysninger, der ikke er offentliggjort. Siden fondsbørsloven trådte i kraft, har Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet undersøgt en række sager, hvor der har været mistanke om insiderhandel. Ingen af disse sager har ført til tiltalerejsning. I Folketinget blev der henholdsvis den 13. december 1989 og den 23. januar 1990 stillet to forslag til Folketingsbeslutning. Der henvises til Folketingstidende 1989/90 Tillæg A, spalte 2733, vedrørende beslutningsforslag nr. B 47 om styrkelse af tilsynet med Fondsbørsen. Forslaget blev 1. behandlet i Folketinget den 18. januar 1990, jf. Folketingstidende spalte 4832 ff.

Endvidere henvises til Folketingstidende Tillæg A, spalte 4743, vedrørende beslutningsforslag nr. B 54 om styrkelse af Københavns Fondsbørs' internationale status. Forslaget blev 1. behandlet i Folketinget den 7. februar 1990, jf. Folketingstidende spalte 6005 ff.

På denne baggrund nedsatte industriministeren den 28. juni 1990 et børsudvalg, der blandt andet skulle udrede, om reglerne vedrørende insiderhandel, således som de er formuleret i insiderdirektivet, er tilstrækkelige, og fremlægge forslag til, hvorledes de danske insiderregier bør være. Udvalget forventes at afgive betænkning i løbet af foråret 1991 om insiderproblemerne.

Regeringen har imidlertid af hensyn til tilliden til det danske børsmarked ønsket at fremskynde en gennemførelse af direktivets bestemmelser, hvorfor forslaget fremsættes allerede nu. Det forventes, at udval-

get vil fremkomme med forslag til yderligere ændringer, der ikke er en følge af direktivets minimumskrav.

2. Insiderdirektivet.

Formålet med direktivet er dobbelt. Dels skal det sikre, at medlemsstaterne har et mindstemål af regler, der forhindrer, at intern viden udnyttes i forbindelse med værdipapirhandel. Dels skal direktivet lette det indre marked for værdipapirer og styrke medlemslandenes mulighed for at bekæmpe insiderhandler mere effektivt på tværs af grænserne.

Direktivet er et minimumsdirektiv. Det betyder, at medlemsstaterne kan fastsætte strengere regler end de vedtagne EF-regler, men de strengere nationale regler må selvsagt ikke indebære forskelsbehandling.

Direktivet omfatter som udgangspunkt alle handler med børsnoterede værdipapirer. Undtaget fra direktivet er dog handler, der udføres af en suveræn stat, dens centralbank eller et andet organ, som staten giver beføjelse dertil, når det sker i forbindelse med statens monetære politik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik. Endvidere kan medlemsstaterne undtage handler, som foretages uden for et børsmarked uden en professionel formidlers medvirken.

Direktivet forbyder enhver insider at handle - direkte såvel som indirekte - med værdipapirer på baggrund af intern viden. Desuden forbyder direktivet, at et selskabs ledelse, rådgivere med flere videregiver intern viden, samt at de på baggrund af en sådan viden tilskynder tredie mand til at handle med værdipapirer udstedt af selskabet.

Direktivet fastslår desuden, at udstedere er pålagt oplysningspligt vedrørende væsentlige forhold. Dog kan den kompetente myndighed dispensere fra dette krav.

Medlemsstaterne skal sikre reglerne ved at fastsætte passende sanktioner.

3. Lovforslagets væsentligste bestemmelser.

Det væsentligste nye i lovforslaget er forbudet mod videregivelse af intern viden. Dette forbud gælder, uanset at der ikke er nogen insider-hensigt forbunden med videregivelsen. Det søger dermed at begrænse,

at intern viden kommer i hænderne på for mange personer, der derved får mulighed for insider-handel.

Det foreslås desuden, at Finanstilsynet gives hjemmel til at indhente oplysninger fra fysiske og juridiske personer samt offentlige myndigheder med henblik på at undersøge sager, hvor der er mistanke om insider-handel. Visse oplysninger vil kunne indhentes i elektronisk form.

Endvidere foreslås der regler om, at udstedere og disses eventuelle moderselskaber skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og ledende medarbejders adgang til at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer m.v.

Videre foreslås det, at den, der køber eller sælger værdipapirer, skal oplyse CPR- eller SE-nummer, når der handles gennem en fondshandler. Sker handlen på en andens vegne, skal dette tillige oplyses. Det foreslås, at fondshandlere ikke må medvirke til en handels gennemførelse, såfremt de har viden eller formodning om, at handlen sker på baggrund af intern viden.

Endelig forhøjes straffen for overtrædelse af forbudet mod insider-handel fra bøde til også at omfatte hæfte eller fængsel indtil 1 år og 6 måneder. Videregivelse af intern viden straffes på samme måde. Ved et større antal forsætlige overtrædelser eller i grove tilfælde af forsætlig overtrædelse af forbudet mod insider-handel, kan straffen stige til 4 års fængsel. Denne strenge strafferamme skal ses på baggrund af, at handel på basis af fortrolige oplysninger ligger tæt på en række formueforbrydelser. Ved udnyttelse af sådanne oplysninger er der mulighed for at opnå betydelige gevinster.

4. Høring.

Samtidig med fremsættelsen af lovforslaget er dette sendt i høring hos Københavns Fondsbørs, Værdipapircentralen, Garantifonden for Danske Optioner og Futures, Foreningen af Danske Børsmæglerselskaber, Danmarks Nationalbank, Finansrådet, Industrirådet, Danmarks Rederiforening, Realkreditrådet, Assurandør-Societetet, Pensionskasserådet, ATP, Lønmodtagernes Garantifond, Foreningen af Firmapensionskasser, Forbrugerrådet, Arbejderbevægelsens Erhvervsråd, Finansministeriet, Økonomiministeriet, Boligministeriet, Advokatrådet, Foreningen af Statsautoriserede Revisorer, Foreningen af Registrerede Revisorer, Kommunernes Landsforening og Amtsrådsforeningen i Danmark.

5. Administrative og statsfinansielle konsekvenser.

Forslaget vil nødvendiggøre engangsudgifter til etablering af et EDB-system i Finanstilsynet i størrelsesordenen 15 mio.kr. og udgifter til den løbende

drift af systemet på 0,7 mio.kr. årligt. De hermed forbundne merudgifter for Finanstilsynet dækkes gennem bidrag fra de af tilsynet omfattede institutioner, jf. den gældende fondsbørslovs § 38.

Bemærkninger til lovforslagets enkelte bestemmelser

Til § 1

Til nr. 1.

Forslaget lovfæster den virksomhed, som Københavns Fondsbørs allerede udøver gennem overvågningssystemet (stock watch), hvor Fondsbørsen undersøger handler, der på grund af atypiske forhold som størrelse, kurs, antal m.v. adskiller sig fra det sædvanlige handelsmønster for det pågældende værdipapir.

Til nr. 2.

Forslaget præciserer, at Finanstilsynet skal føre tilsyn med bestemmelserne (§§ 39 a-39 d) vedrørende misbrug af intern viden. For så vidt angår undersøgelsen af sager, hvor der er mistanke om overtrædelse af forbudet mod insider-handel, er der tale om en lovfæstelse af nugældende praksis.

Til nr. 3.

Forslaget medfører, at de nye bestemmelser om tavshedspligt, som blev gennemført ved lov nr. 306 af 16. maj 1990 om ændring af lov om banker og sparekasser m.v., bliver gældende i fondsbørsloven. Forslaget indebærer endvidere, at ansatte på Københavns Fondsbørs omfattes af Finanstilsynets tavshedspligt, når de bistår ved tilsynets undersøgelser.

Til nr. 4.

Forslaget giver Finanstilsynet hjemmel til at indhente oplysninger hos fysiske og juridiske personer. Ifølge den nugældende bestemmelse kan der kun indhentes oplysninger hos børsmæglerselskaber og udstedere. Det er fundet væsentligt som led i gennemførelsen af insider-direktivet at præcisere tilsynets beføjelser og lette adgangen til oplysninger. Bestemmelsen giver dog ikke Finanstilsynet hjemmel til at indhente oplysninger fra Værdipapircentralens registre, idet værdipapircentrallovens § 32 regulerer, hvornår Værdipapircentralen må afgive oplysninger. Forslaget giver tilsynet mulighed for at indhente oplysninger fra de i fondsbørslovens § 4, stk. 1, nævnte selskaber (fondshandlere) i elektronisk form, hvilket vil sikre, at såvel handler som konto-til-konto-overførsler inddrages i undersøgelserne, ligesom undersøgelsestiden forventes nedbragt.

Stk. 2 giver mulighed for at indhente oplysninger, herunder i elektronisk form, fra offentlige myndighe-

der. Der tænkes særligt på oplysninger fra Det Centrale Personregister og SE-registret.

Til nr. 5.

§39.

I § 39 defineres, hvad der forstås ved »værdipapirer«, »intern viden« og »offentliggjort«.

I *stk. 1* har det været nødvendigt at definere de værdipapirer, der skal omfattes af insider-forbudet. Det omfatter navnlig (nr. 1) værdipapirer af enhver art, herunder finansielle instrumenter som futures og optioner, der er optaget til handel på en børs eller et tilsvarende, reguleret marked for værdipapirer inden for EF eller i de nordiske lande. Men i nr. 2 udvides forbudet til at omfatte unoterede finansielle instrumenter, f.eks. futures og optioner, der er knyttet til et eller flere værdipapirer optaget til notering på Københavns Fondsbørs. Bestemmelsen i *stk. 1*, nr. 2, sikrer, at unoterede kontrakter ikke kan bruges til at omgå forbudet, idet de ligestilles med kontrakter, der er garanteret af Garantifonden for Danske Optioner og Futures.

Forslagets *stk. 2* indebærer, at den interne viden kan omfatte oplysninger, der vedrører udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse. Dette er en udvidelse i forhold til den gældende lovs § 39, der alene vedrører oplysninger om udstederne.

Intern viden omfatter således også oplysninger om påtænkte generelle eller specifikke økonomiske eller politiske beslutninger, som f.eks. en renteændring. Dette medfører, at offentligt ansatte og andre, som har kendskab til sådanne endnu fortrolige foranstaltninger, er afskåret fra at handle med de værdipapirer, hvis kurs må antages at blive berørt af de påtænkte indgreb. Såfremt kursen på alle værdipapirer af en bestemt type, f.eks. obligationer eller aktier inden for et bestemt erhverv, må antages at blive påvirket af de påtænkte ikke-offentliggjorte foranstaltninger, foreligger der intern viden i forhold til alle de berørte papirer.

Viden om en trediemands planer om at købe eller sælge en betydelig mængde af et bestemt værdipapir vil også være omfattet af begrebet intern viden.

Ifølge direktivets artikel 1 skal den interne viden »mærkbart« ville kunne påvirke kursen. Mærkbarhedskriteriet er ikke medtaget i forslaget, da det må antages at ville medføre en uønsket lempelse af den nugældende bestemmelse.

I *stk. 3* foreslås det, at en oplysning er offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling. For værdipapirer optaget til notering på Københavns Fondsbørs er hovedreglen meddelelse til Københavns Fondsbørs, jf. § 19 i den

nugældende lov. Efter forslagens 2. pkt. gælder, at når der er indsendt sådan meddelelse, og når oplysningen er videresendt fra Fondsbørsen, er insiderforbudene uanset de konkrete forhold ophørt på dette tidspunkt. Derved opnås en retsteknisk klar regel.

Hvis offentliggørelse undtagelsesvis ikke eller endnu ikke er sket via Fondsbørsen, kan en oplysning i særlige tilfælde have fået en sådan generel udbredelse gennem massemedierne, at der på et tidspunkt ikke længere er tale om intern viden. I sådanne situationer må der efter 1. pkt. foretages en konkret vurdering af, om der i forhold til markedet som helhed er sket en generel og relevant videreformidling af oplysningerne.

§ 39 a

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

Forbudet omfatter ligesom den gældende lovs § 39 alle personer. Også juridiske personer er omfattet af bestemmelsen.

I overensstemmelse med almindelige formueretlige og selskabsretlige principper må der tages udgangspunkt i, at en juridisk person også i børsretlig henseende er én, selvstændig og samlet enhed. Såfremt en medarbejder, der er ansat i et selskab, besidder intern viden, må udgangspunktet være, at en anden person ikke på selskabets vegne kan handle med de værdipapirer, som berøres af den interne viden.

En streng gennemførelse af princippet om den retlige enhed vil kunne medføre problemer for visse selskaber, bl.a. inden for den finansielle sektor, med mindre selskaberne organiseres på en sådan måde, at handel på baggrund af interne oplysninger forhindres. Dette kan ske ved, at de pågældende selskaber udarbejder regler og etablerer procedurer med det formål at sikre, at oplysninger i almindelighed ikke videregives til den afdeling, der forestår selskabets værdipapirhandel (etablering af vandtætte skodder, de såkaldte »Chinese walls«).

Efter det nye forbud i *stk. 2* må fondshandlerne ikke medvirke til gennemførelse af handler, hvis de har viden eller mistanke om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirerne, har intern viden. Bestemmelsen har til formål at vanskeliggøre handel med værdipapirer på baggrund af intern viden.

Stk. 3 og 4 indeholder undtagelser for tilfælde, hvor den samfundsskadelighed, der er baggrund for insiderforbudet, ikke gør sig gældende. Med *stk. 3* undtages fondshandleres sædvanlige handler. Disse situationer, der ikke bør rammes af insider-reglerne,

er dels handler for kunder, når handlerne sker som et normalt led i effektueringen af kunders ordrer, dels handler som er et normalt led i virksomhedernes funktion som market-maker.

Stk. 4 er en undtagelse fra insider-forbudet, således at stater og centralbanker kan handle værdipapirer som led i den pågældende stats pengepolitik, valuta-politik eller gældsforvaltningspolitik.

§ 39 b

Forbudet mod videregivelse af intern viden er en vigtig nyskabelse i forhold til den gældende lovs § 39. Bestemmelsen skal hindre, at intern viden kan videregives, uanset om der er hensigt til at handle eller andet formål med videregivelsen af intern viden. Antallet af mulige insiderhandler vil herved blive formindsket. Bestemmelsens sigte er således præventivt. Forbudet gælder enhver, der er i besiddelse af intern viden.

Videregivelse af intern viden, der sker som et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner, er ikke omfattet af forbudet, da det ikke har været hensigten at hindre normal informationsudveksling i de udstedende selskaber, mellem disse og deres eksterne rådgivere - f.eks. pengeinstitutter, revisorer og advokater - samt mellem private virksomheder og offentlige myndigheder. Den nævnte personkreds skal ved videregivelse af oplysninger fortsat iagttage de tavshedspligtsbestemmelser, der fremgår af f.eks. aktieselskabsloven, markedsføringsloven og straffeloven.

§ 39c

Bestemmelsen fastsætter krav til et udstedende selskab og dets eventuelle moderselskab om at fastsætte interne regler for, hvornår ledelsen og ledende medarbejdere må handle for egen eller trediemands regning med de af selskabet udstedte værdipapirer. Bestemmelsen svarer til pkt. 5.2 i de af Københavns Fondsbørs udstedte børsetiske regler.

Begrundelsen for bestemmelsen er, at ledelsen og ledende medarbejdere har en bedre viden om selskabet end udenforstående, og at en mere forsigtig brug af denne kan reducere antallet af insider-handler.

De interne regler skal omfatte bestyrelsen, direktionen og ledende medarbejdere. Det er selskabet selv, der afgør, hvilke medarbejdere der har et sådant kendskab til selskabets forhold, at de er omfattet af reglerne.

Der bør i de interne regler fastsættes en periode af kortest mulig varighed efter offentliggørelsen af regnskabsmeddelelser, hvor de pågældende må handle med selskabets værdipapirer. Det understreges, at det generelle forbud mod handel på baggrund af in-

tern viden også gælder for de perioder, hvor der må handles. For bestyrelsesmedlemmer og direktører gælder endvidere spekulationsforbudet i aktieselskabslovens § 53.

§ 39 d

For at muliggøre en effektiv efterforskning er det nødvendigt, at de enkelte handler entydigt kan identificeres og henføres til en fysisk eller en juridisk person. Dette kan kun ske ved anvendelse af C PR- eller SE-nummer. Disse skal ifølge forslaget oplyses overfor den, der foretager handlen, således at Finanstilsynet ved brug af EDB i efterforskningen har mulighed for hurtigt at identificere den, der har handlet. Ved blot - som det er tilfældet idag - at registrere et navn, er det muligt at handle i et opdigtet eller ukorrekt navn, hvilket vanskeliggør efterforskningen. I henhold til stk. 2 skal de pågældende oplysninger registreres, således at den, der handler, og den indgåede handel allerede fra begyndelsen er kædet sammen. Denne ordning svarer til, hvad der idag gælder for handel med obligationer. For personer eller selskaber, der ikke er hjemmehørende i Danmark, kan lignende identifikation f.eks. være pasnummer eller anden form for registreringsnummer. Såfremt der er tale om handel i henhold til fuldmagt, skal fuldmægtigen oplyse dette. Finanstilsynet kan herefter som følge af den foreslåede bestemmelse i § 35 a kræve at få fuldmagtsgivers identitet oplyst.

Til nr. 6.

Begrænsningen i ankeadgangen i forslagets § 43, stk. 2, foreslås for at sikre, at Finanstilsynets undersøgelser ikke søges sinket som følge af en anke over et pålæg.

Til nr. 7.

Ændringen er en konsekvens af nr. 5.

Til nr. 8.

Ændringen er en konsekvens af nr. 4. Den medfører, at den, der ikke efterlever et pålæg i medfør af forslagets § 35a, kan straffes. Det samme gælder den, der afgiver vildledende eller urigtige oplysninger.

Til nr. 9.

Forslaget pålægger aktie-, anparts-, andelselskaber eller lignende og offentlige myndigheder bødeansvar for overtrædelse af fondsbørsloven. Dette er en udvidelse i forhold til den gældende lovs § 44, stk. 5, der kun omfatter udstedere og børsmæglerselskaber.

Til nr. 10.

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

Tilnr. 11.

I § 45, stk. 2, foreslås en ændring, der giver Finanstilsynet mulighed for at pålægge de, der undlader at efterkomme et pålæg, daglige eller ugentlige tvangsbøder.

Til § 2

Det foreslås, at loven træder i kraft den 1. august 1991, da det er ønskeligt, at ikrafttræden sker så hurtigt som muligt.

Bilag

*/ dette bilag er (med mindre skrift)
indsat den gældende formulering af de bestemmelser,
der berøres af lovforslaget*

§ 1

I lov om Københavns Fondsbørs, jf. lovbe-
kendtgørelse nr. 536 af 8. september 1988, fore-
tages følgende ændringer:

1. I § 10 indsættes som nyt nr.:

»6) at Fondsbørsen overvåger den indberet-
ningspligtige handel med værdipapirer.«

§ 10. Fondsbørsbestyrelsen sørger for, at
Københavns Fondsbørs' virksomhed foregår
på en hensigtsmæssig og forsvarlig måde. Det
påhviler den herunder at sørge for,

- 1) at Københavns Fondsbørs anvender tek-
nisk og kommercielt set veludviklede og
velfungerende handels- og informationssys-
temer,
- 2) at der i samarbejde med Danmarks Natio-
nalbank og værdipapircentralen foregår en
effektiv afvikling af handelen,
- 3) at handel på fondsbørsen kan foregå de-
centralt ved hjælp af Københavns Fondsbørs'
edb-system,
- 4) at fondsbørsen påser, at udstederne af
børsnoterede værdipapirer og børslæg-
gerselskaberne opfylder de forpligtelser,
der følger af loven og bekendtgørelserne,
- 5) at de børsretiske reglers overholdelse påses.

2.1 § 35, *stk. 1*, indsættes som nyt nr.:

»5) at lovens §§ 39a-39d overholdes.«

3. § 35, *stk. 2*, affattes således:

»*Stk. 2.* § 49, *stk. 3*, § 50, *stk. 1* og 4, § 50a og §
51 i lov om banker og sparekasser m.v. finder
tilsvarende anvendelse.«

§ 35. Finanstilsynet fører tilsyn med

- 1) at Københavns Fondsbørs' virksomhed er
i overensstemmelse med denne lov og reg-
ler fastsat i medfør heraf,
- 2) at de børsretiske regler overholdes,
- 3) at lovens §§ 21-33 og regler fastsat til gen-
nemførelse heraf overholdes, herunder at
børsmæglerselskaberne opfylder kravene
til egenkapital og kapitaldækning, og
- 4) at børsmæglerselskabernes og Køben-
havns Fondsbørs' forretningsgang, kontrol-
og sikringsforanstaltninger vedrøren-
de edb er betryggende.

Stk. 2. § 49, *stk. 2*, § 50, *stk. 1-4*, og § 51 i lov
om banker og sparekasser m.v. og § 16, *stk. 2*, i
denne lov finder tilsvarende anvendelse.

Stk. 3. Finanstilsynet kan pålægge bestyrel-
se, direktion og revisor på Københavns
Fondsbørs, i et børsmæglerselskab eller hos
en udsteder at give de oplysninger, der er nød-
vendige for tilsynets virksomhed.

Stk. 4. Finanstilsynet kan på ethvert tids-
punkt mod behørig legitimation og uden rets-
kendelse aflægge kontrolbesøg på et børs-
mæglerselskabs kontor.

Stk. 5. Finanstilsynet kan uden stemmeret
deltage i møderne i Københavns Fondsbørs'
bestyrelse.

4. Efter § 35 indsættes:

»§ 35 a. Er der grundlag for at formode, at
der er sket en overtrædelse af §§ 39a eller 39b,
kan Finanstilsynet pålægge fysiske og juridiske
personer, at afgive de oplysninger, der er nød-
vendige til sagens undersøgelse. Tilsynet kan
pålægge de i § 4, *stk. 1*, nævnte selskaber at ind-
berette visse oplysninger i elektronisk form.

Stk. 2. Tilsynet kan indhente oplysninger,
herunder i elektronisk form, fra offentlige myn-

digheder, såfremt oplysningerne er nødvendige til sagens undersøgelse.

Stk. 3. Ansatte på Københavns Fondsbørs består efter anmodning fra Finanstilsynet i de undersøgelser, der iværksættes efter stk. 1.«

5. Kapitel 11 affattes således:

»Kapitel 11

Misbrug af oplysninger.

§ 39. Ved værdipapirer forstås i dette kapitel:

- 1) Værdipapirer af enhver art, herunder finansielle kontrakter, der er optaget til handel på en børs eller et tilsvarende, reguleret marked for værdipapirer i en eller flere af medlemsstaterne i De Europæiske Fællesskaber eller i de nordiske lande.
- 2) Unoterede finansielle kontrakter, der er knyttet til et eller flere værdipapirer, som er optaget til notering på Københavns Fondsbørs.

Stk. 2. Ved intern viden forstås ikke-offentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, og som må antages at ville kunne få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort.

Stk. 3. En oplysning anses i nærværende kapitel for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til Københavns Fondsbørs, når oplysningen er videresendt herfra.

§ 39 a. Køb, salg samt rådgivning eller anden form for tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handlen.

Stk. 2. Har en af de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i besiddelse af intern viden, må virksomheden ikke medvirke til handlens gennemførelse.

Stk. 3. Uanset bestemmelsen i stk. 1 kan de i § 4, stk. 1, nævnte virksomheder foretage sædvanlig handel, såfremt handlen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre, eller handlen sker som et normalt led i virksomhedens funktion som market-maker i det pågældende værdipapir.

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

§ 39 b. Den, der er i besiddelse af intern viden, må ikke videregive denne viden til andre, medmindre videregivelsen er et normalt led i udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktion.

§ 39 c. En udsteder af værdipapirer og dets moderselskab skal udarbejde interne regler for bestyrelsesmedlemmers, direktørers og ledendes medarbejders adgang til for egen eller trediemands regning at handle med de af udstederen udstedte værdipapirer og dertil knyttede finansielle kontrakter.

Stk. 2. Interne regler udstedt efter stk. 1 skal på forlangende udleveres til Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet.

§ 39 d. Medvirker et af de i § 4, stk. 1, nævnte selskaber ved en handel med værdipapirer, skal den, der køber eller sælger værdipapirerne, identificere sig over for selskabet. Identifikationen skal omfatte navn, adresse og CPR- eller SE-nummer eller anden lignende identifikation, hvis den pågældende ikke har et CPR- eller SE-nummer. Sker handelen på vegne af trediemand, skal dette tillige oplyses.

Stk. 2. Selskabet skal registrere de i stk. 1 nævnte oplysninger.«

Kapitel 11

Misbrug af oplysninger

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

6. I § 43, stk. 2, indsættes som 3. pkt.:

»Bestemmelsen i 2. pkt. omfatter ikke Finanstilsynets pålæg efter § 35a.«

§ 43. Københavns Fondsbørs' afgørelser efter denne lov kan inden 4 uger indbringes for Finanstilsynet. Finanstilsynet kan se bort fra

overskridelse af fristetn, når der er særlige grunde hertil.

Stk. 2. Afgørelser, som efter denne lov er truffet af Finanstilsynet, kan ikke indbringes for anden administrativ myndighed. Dog kan klager inden 4 uger fra afgørelsens dato forelægges Industriministeriets Erhvervsankenævn for så vidt angår retlige spørgsmål.

Stk. 3. De afgørelser, som Industriministeriets Erhvervsankenævn, Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet træffer efter denne lov, kan ved et sagsanlæg inden 8 uger efter afgørelsens dato indbringes for domstolene.

7. I § 44, stk. 1, ændres: »og § 39« til: »§ 39 a, stk. 2, §§ 39 c og 39 d«.

8. § 44, stk. 3, affattes således:

»*Stk. 3.* Den, der ikke efterlever et pålæg efter § 13, stk. 2, § 35, stk. 3, § 35 a, stk. 1, og § 46 eller afgiver urigtige eller vildledende oplysninger til Finanstilsynet, straffes med bøde, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter borgelig straffelov.«

9. § 44, stk. 5, affattes således:

»*Stk. 5.* Er en overtrædelse begået af et aktieselskab, anpartsselskab, andelsselskab eller lignende, kan der pålægges selskabet som sådant bødeansvar. Er overtrædelsen begået af staten, en kommune eller et kommunalt fællesskab, der er omfattet af § 60 i lov om kommunernes styrelse, kan der pålægges staten, kommunen eller det kommunale fællesskab bødeansvar.«

§ 44. Overtrædelse af § 3, § 4, § 7, stk. 3, § 24, stk. 1 og 3, § 26, 2. pkt., § 29, § 30, § 34, § 37, stk. 2, og § 39 straffes med bøde. På samme måde straffes grov eller gentagen overtrædelse af § 19, stk. 1 og 2.

Stk. 2. Medmindre højere straf er forskyldt efter anden lovgivning, straffes overtrædelser af § 16, stk. 1, og § 31 med bøde.

Stk. 3. Den, der ikke efterlever et pålæg efter § 13, stk. 2, § 35, stk. 3, og § 46, straffes med bøde.

Stk. 4.1 forskrifter, der udstedes af industriministeren i medfør af denne lov, kan der fastsættes straf af bøde for overtrædelse af bestemmelser i forskrifterne.

Stk. 5. Er en overtrædelse begået af et børs-mæglerselskab eller af et selskab, der udsteder værdipapirer, kan der pålægges selskabet eller udstederen som sådan straf af bøde. Det samme gælder for andre selskaber og lignende ved overtrædelse af § 34.

10. Efter § 44 indsættes:

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

Stk. 2. Bestemmelsen i § 44, stk. 5, finder tilsvarende anvendelse.«

11. I § 45 indsættes som stk. 2:

»*Stk. 2.* Undlader en fysisk eller juridisk person at opfylde de pligter, som påhviler dem efter § 35 a, stk. 1, kan Finanstilsynet som tvangsmiddel pålægge den fysiske person eller den juridiske person som sådan eller de for den juridiske person ansvarlige personer daglige eller ugentlige tvangsbøder.«

§ 45. Undlader et børs-mæglerselskabs eller en udsteders direktion, bestyrelse eller revisor eller de i § 20, stk. 2, 1. pkt., nævnte personer at efterkomme de pligter, der efter loven påhviler eller pålægges dem i forhold til Finanstilsynet eller Københavns Fondsbørs, kan tilsynet som tvangsmiddel pålægge de pågældende eller børs-mæglerselskabet eller udstederen som sådan daglige eller ugentlige bøder.

§ 2

Loven træder i kraft den 1. august 1991.

- 1 -

BØRSUDVALGET**Industriminister Anne Birgitte Lundholt****København, den 22. oktober 1990**

Til Industriministeren

I kommissoriet for børsudvalget blev dette anmodet om ud fra børshensyn at afgive synspunkter vedrørende lovforslag om implementering af Rådets direktiv 88/627/EØF om offentliggørelse af oplysninger ved erhvervelse og afhændelse af en betydelig andel i et børsnoteret selskab.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen har udarbejdet udkast til lov om ændring af lov om aktieselskaber (§ 28 a m.fl.) samt forslag til bekendtgørelse om meddelelse om og offentliggørelse af betydelige andele i børsnoterede selskaber, dateret 14. september 1990.

På sine møder den 26. september og 11. oktober 1990 gennemgik udvalget dette udkast.

- I. Hovedproblemet for udvalget angår procentgrænserne i aktieselskabslovens § 28 a (lovforslagets § 1 nr. 1)

Lovforslaget fastsætter en minimumsgrænse på 10 % af henholdsvis aktiekapitalens stemmerettigheder eller dens pålydende værdi, såfremt denne udgør mindst 10 % af aktiekapitalen.

Den gældende lov indeholder en 10%'s-grænse.

Et flertal i udvalget har tilkendegivet, at denne procentsats bør nedsættes til 5 %, mens et mindretal ønsker procentsatsen bevaret på 10%.

Flertallet begrundet nedsættelsen med hensynet til

gennemsigtighed; oplysninger om ejerstruktur er afgørende for kursfastsættelsen, hvorfor det er væsentligt for investorerne at have kendskab til ejerstrukturen,

selskabernes interesse i at vide, hvem der ejer eller erhverver væsentlige ejerandele i selskabet. Herved får selskaberne tillige bedre viden om eventuelle overtagelsesforsøg (**take-over-forsøg**),

at aftaler, der efter direktivet ikke er omfattet af indberetningspligten, f.eks. visse mundtlige aftaler om udøvelse af stemmeret, kan indebære, at en person har en betydelig andel af stemmerettighederne og dermed en betydelig indflydelse i selskabet, uden at dette er anmeldt til selskabet. Dette problem er relevant i Danmark, hvor mundtlige aftaler generelt anerkendes som gyldige. Ved at nedsætte anmeldelsespligten til 5 % formindskes muligheden for, at en person kan opnå en sådan indflydelse.

overensstemmelse med indberetningsreglerne i de børsmæssigt betydningsfulde lande, d.v.s. Storbritanien, USA og Frankrig,

bestræbelserne på at gøre København til et finansielt center.

Et mindretal (Uffe Lind Rasmussen og Peter Fosdal) finder, at der ikke foreligger vægtige grunde til at ændre procentsatsen i § 28 a. Mindretallet finder, at i et land med så mange relativt små/mellemstore selskaber som Danmark, vil en sænkelse af 10 pct. grænsen

føre til et meget detaljeret kendskab til ejerforhold i det danske erhvervsliv. Noget sådant vil betyde en væsentlig lettelse for udenlandske selskaber, der ønsker at foretage opkøb af danske selskaber. Det understreges, at en lav dansk procentsats ikke kan sammenlignes med tilsvarende lave procentsatser, der gælder i andre lande med langt større virksomheder. I de øvrige nordiske lande gælder en 10 % grænse. I Holland gælder i dag ingen anmeldelsespligt og i Tyskland en meget høj procentgrænse, hvilket indikerer, at disse to lande næppe går under 10 %. Hertil kommer, at ihænde-haverinstituttet ikke kendes i Norge og Sverige.

Mindretallet finder, at det klart er i selskabernes interesse, at den danske 10%-regel opretholdes.

Et andet mindretal (Carsten Andersen og Klaus Struwe) lægger vægt på, at danske aktieselskaber internationalt set er relativt små, hvorfor hensynet til, at mindre investorer skal kunne erhverve ihænde-haveraktier uden at blive pålagt anmeldelsespligt, bør føre til, at grænsen på 10 % opretholdes.

Et medlem (Birte Werner) har ikke kunnet tage stilling i valget mellem de to procentgrænser, da den korte tidsfrist ikke har muliggjort en behandling af spørgsmålet i ATP's forretningsudvalg.

Udvalget har overvejet, om der bør gælde forskellige procentsatser for børsnoterede aktieselskaber og for ikke-børsnoterede selskaber. Udvalget finder, at der ikke er fordele ved at indføre en sådan sondring, hvorfor det ikke kan anbefales.

Udvalget skal derimod anbefale, at der indføres meddelelsespligt, når grænser på 33 1/3 og 66 2/3 % nås for såvel stemmerettigheder som aktiekapitalen. Disse grænser har afgørende betydning for konstatering af, om der eksisterer henholdsvis blokerende minoritet og kvalificeret majoritet, jf. aktieselskabslovens § 78.

Der vedlægges som bilag 1 en oversigt, udarbejdet af Københavns Fondsbørs, over procentgrænser, der udløser en underretningspligt i en række fremmede lande.

II. Herudover ønsker Udvalget at nævne følgende spørgsmål:

1. I lovforslagets § 1, nr. 1 vedrørende § 28 a, stk. 2, 3. pkt., bør ordet "langsigtet" efter udvalgets opfattelse udgå. Ordet "langsigtet" kan give definitionsproblemer, men tilføjer intet væsentligt nyt.
2. I lovforslagets § 1, nr. 1, vedrørende den ny § 28 b, stk. 1, bør fristen ændres til "straks", således at denne frist er identisk med den frist, der fastsættes i bekendtgørelsen for børsnoterede selskaber § 1. Udvalget finder, at der ikke bør være forskel på ikke-børsnoterede og børsnoterede selskaber.
3. For så vidt angår lovforslagets § 1, nr. 1, vedrørende § 28 b, stk. 4, er det flertallets opfattelse, at bestemmelsen bør ændres, således at selskabets årsberetning skal indeholde oplysninger om, hvilken procentsats de på den særlige fortegnelse optagne besidder, jf. § 28 a, stk. 1.

Et mindretal (Uffe Lind Rasmussen) finder, at oplysninger i selskabernes årsberetning om, hvilken procentsats der besiddes af de på den særlige fortegnelse optagne, meget vel kan være forældede, og eksakte oplysninger vil altid kunne fås ved henvendelse til den pågældende virksomhed, jf. aktieselskabslovens § 28 a. Mindretallet finder det derfor ganske overflødigt, at der gennemføres en regel som den af flertallet foreslåede.

I lovforslag nr. 168, fremsat den 13. marts 1980, hvormed gennemførtes aktieselskabslovens § 28 a, var der stillet forslag om, at årsberetningen skulle indeholde oplysninger om størrelsen af den aktiekapital aktionæren besidder. Dette forslag blev imidlertid på ministerens forslag ændret til alene, som nu, at

pålægge en pligt til i årsberetningen at optage oplysninger om navn, stilling og bopæl på aktionærer, der besidder mere end 10 pct. af aktierne, og der er efter mindretallets opfattelse ikke under udvalgsarbejdet fremkommet nye oplysninger, der kan begrunde en ændring af aktieselskabslovens regel.

4. Lovforslagets § 1, nr. 9 vedrørende ændring, af § 159 b. stk. 1, bør udgå. Der bør gælde samme klageadgang for alle afgørelser fra Københavns Fondsbørs. Det betyder, at Finanstilsynet forbliver ankeinstans for alle de afgørelser, der er truffet af Københavns Fondsbørs, og som kan indbringes for en administrativ myndighed.
5. I direktivets art. 11 er der åbnet mulighed for, at den kompetente myndighed kan dispensere fra selskabernes pligt til at give offentligheden meddelelse om betydelige ejerandele, når sådanne oplysninger vil stride mod en offentlig interesse eller tilføje de pågældende selskaber betydelig skade.

Denne dispensationsadgang er ikke medtaget i lovforslaget.

Flertallet kan tiltræde, at dispensationsadgangen ikke er medtaget i lovforslaget. Flertallet finder, at indførelsen af en dispensationsadgang ikke vil få reel betydning. Den pågældende oplysning vil allerede være tilgængelig for offentligheden via Københavns Fondsbørs' informationssystem, idet dette umiddelbart videregiver indgåede meddelelser fra aktionæren. Aktionæren vil derudover have mulighed for selv at videregive den pågældende meddelelse f.eks. via dagspressen.

Et mindretal (Peter Fosdal, Uffe Lind Rasmussen og Carsten Andersen) mener, at dispensationsadgangen bør medtages i lovforslaget, idet de finder det principielt uheldigt at afskære danske myndigheder fra muligheden for at dispensere. En dispensation må naturligvis forudsætte, at oplysningerne ikke videregives til offentligheden fra Københavns Fondsbørs.

6. I bekendtgørelsesforslagets § 1 anføres, at meddelelse om besiddelse af en betydelig andel "straks" skal gives til selskabet. Udvalget har drøftet, hvorvidt man nærmere bør definere, hvorfra "straks" skal regnes tidsmæssigt.

Udvalget finder, at man må sondre mellem handler, der indgås direkte mellem køber og sælger, og handler, der indgås via et eller flere børsmæglerselskaber.

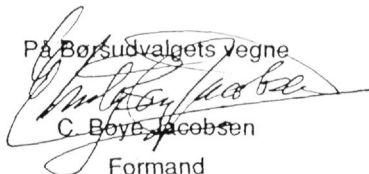
Ved handler direkte mellem køber og sælger bør "straks" fortolkes som aftaledagen, d.v.s. når der i overensstemmelse med aftalelovens regler er indgået en bindende aftale. Dette er i overensstemmelse med direktivets art. 7, 7. tankestreg.

Ved handler under medvirken af børsmæglerselskab bør "straks" fortolkes som handelsdagen.

Udvalget finder, at dette bør præciseres i bekendtgørelsen.

Et medlem (Carsten Andersen) ønsker at henlede opmærksomheden på et problem vedrørende aktier, der ligger i sikkerhedsdepot, som efter § 28 a, stk. 2, nr. 8, er omfattet af meddelelespligten. Eftersom disse sikkerhedsdepoter forekommer decentralt i pengeinstitutterne vil det være forbundet med store administrative problemer at overholde et krav om øjeblikkelig indberetning.

Forslag til bekendtgørelse om meddelelse indeholder i § 3 hjemmel til, at Fondsbørsen kan fritage børsmæglerselskaber og andre medlemmer af en fondsbørs fra pligt til at give meddelelse. Direktivet åbner i art. 9, stk. 2, mulighed for, at professionelle værdipapirforhandlere kan undtages i videre omfang. Carsten Andersen finder, at undtagelsesbestemmelsen bør implementeres fuldt ud. Dette vil muligvis også kunne løse problemerne vedrørende aktier, der er lagt i sikkerhedsdepot.

På Børsudvalgets vegne

C. Boye-Jacobsen
Formand



11. oktober 1990

PS/KT

Anmeldelse af aktiebeholdninger

<u>Land</u>	<u>1. anmeldelse</u>	<u>Efterfølgende anmeldelser</u>
Spanien	5%	For hver 5%
Belgien	5%	For hver 5%
Holland	Ingen pligt	
Luxemburg	Ingen pligt	
Italien	2%	Enhver ændring
Frankrig	5%	10%, 20%, 33 $\frac{1}{3}$ %, 50%, 66%%
Tyskland	25%	50%
England	3%	1 %
USA	5%	Enhver ændring
Japan	5%	1 %
Sverige	10%	2%
Norge	10%	5%
Finland	10%	20%, 33 $\frac{1}{3}$ %, 50%, 66 $\frac{2}{3}$ %

Anmærkning: Tyskland, Holland og Luxembourg skal som følge af Rådets direktiv (88/627/EØF) inden 1.1.91. foreskrive en underretningspligt for fysiske og juridiske personer, der får en andel af stemmerettighederne i et selskab, som når op på eller overstiger tærsklerne 10%, 20%, 1/3, 50% og 2/3, eller når ned under disse tærskler. I stedet for tærsklerne 20%, 1/3 og 2/3 kan andre tærskler ifølge direktivet anvendes.

Praksis
vedrørende behandling af sager om mulig insider-handel.

Børsudvalget har anmodet Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet om at udarbejde et notat om, hvordan fondsbørsen og tilsynet opdager, efterforsker og eventuelt retsforfølger mulige tilfælde af insider-handel.

1. Indledning:

Indledningsvis skal det anføres, at det særegne ved disse sager er, at der i markedet viser sig forhold såsom pludselige kursstigninger eller -fald eller større omsætning end sædvanlig. Disse forhold kan være forårsaget af handel på baggrund af interne oplysninger, der i nogle tilfælde offentliggøres senere, f.eks. regnskabsoplysninger, fusionsplaner og store kontrakter, men kan også være forårsaget af andre forhold, f.eks. at en eller flere rådgivere, børsmæglerselskaber eller pengeinstitutter har anbefalet køb eller salg af bestemte aktier med deraf følgende omsætnings- og kursstigning. Endvidere kan der være tale om, at en investor ønsker at købe aktierne af helt legitime grunde med deraf følgende kursstigninger, der igen får omsætningen til at stige. Endelig kan der være tale om et tilfældigt sammenfald af omstændigheder, som f.eks. en investors salg af en større aktiepost umiddelbart forud for en meddelelse om et

dårligt regnskab eller det modsatte, samt om, at der reageres på rygter eller udokumenterede formodninger.

Der er altså tale om, at nogle handler kan være foretaget på baggrund af interne oplysninger, men ikke behøver at være det.

På den anden side er der også grund til at tro, at personer, der besidder intern viden, som de ønsker at udnytte med henblik på at opnå en fortjeneste eller at undgå tab, også vil forsøge at gennemføre deres handler uden at efterlade spor.

2. Hvad gør Københavns Fondsbørs for at opdage, efterforske og eventuelt retsforfølge mulige tilfælde af insider-handel?

Undersøgelser af formodede insider-handler sker på basis af observationer i markedet, hvor omsætning og kurs i et papir udvikler sig på en måde, som ikke lader sig forklare af meddelelser fra udstederen og almindelige trends inden for den gruppe, som papiret tilhører. Ved konstatering af sådanne forhold har Københavns Fondsbørs mulighed for at lade udskrive oversigter over samtlige børsrådgivereselskabers handler samt at kræve oplysninger om modparten ved handler "ud af markedet". Endvidere kan Københavns Fondsbørs kræve dokumentation for, at indberettede handler er afviklet over Værdipapircentral-systemet.

På basis af disse informationer undersøges "handelskæder" blandt andet for at se, om nogle af handlerne er foretaget af personer eller selskaber, som kunne tænkes at være i besiddelse af ikke-offentliggjort kurspåvirkende information om det pågældende selskab.

Fondsbørsen har mulighed for hos de enkelte at kræve oplysning om den personkreds, der kan tænkes at have haft adgang til kursfølsomme oplysninger, ligesom fortegnelsen over aktionærer om-

fattet af aktieselskabslovens § 28 a kan benyttes i en undersøgelse.

Undersøgelsesresultatet danner grundlag for en beslutning om, hvorvidt undersøgelsen kan afsluttes, eller om sagen skal overdrages til Finanstilsynet for yderligere granskning. I dag tager det ca. 14 dage fra Københavns Fondsbørs påbegynder en undersøgelse til sagens eventuelle oversendelse til Finanstilsynet.

Er det sidste tilfældet, udarbejder Københavns Fondsbørs en rapport over den gennemførte undersøgelse og dennes resultat. Rapporten tilsendes Finanstilsynet f.eks. med anmodning om en udvidet undersøgelse hos blandt andet pengeinstitutterne.

3. Københavns Fondsbørs' undersøgelser siden 3. november 1987 og resultatet heraf;

Som ovenfor skitseret foretager Københavns Fondsbørs dagligt undersøgelser af enkelthandler og flere handelsdages handel, dels på baggrund af oplysninger tilgængelige på børsen og dels på baggrund af oplysninger indhentet hos børsmæglerselskaberne. Antallet af undersøgelser foretaget af Københavns Fondsbørs siden den 3. november 1987 kan således vanskeligt fastlægges, da der er en glidende overgang fra den almindelige daglige overvågning til ved telefonopringninger til børsmæglerselskaberne og udstederne at skaffe sig yderligere oplysninger og endelig indhentelse af oplysninger hos markedsdeltagerne. Det skønnes, at sådanne undersøgelser har været foretaget i flere hundrede tilfælde.

Siden den 1. januar 1988 har Københavns Fondsbørs i ni tilfælde indberettet sager til videre foranstaltning i Finanstilsynet. Alle disse indberetninger er foretaget på grundlag af oplysninger tilgængelige på børsen og oplysninger indhentet hos børsmæglerselskaberne .

4. Hvad gør Finanstilsynet for at opdage, efterforske og eventuelt retsforfølge mulige tilfælde af insider-handel;

A. Oplysning af sagen:

Finanstilsynet gør ikke noget for at opspore sager om overtrædelse af fondsbørslovens § 39, idet overvågningen af børsmarkedet hører under Københavns Fondsbørs' kompetence, men reagerer naturligvis, når man bliver opmærksom på forhold, der tyder på insider-handel.

Når Finanstilsynet har modtaget en redegørelse, der oftest indeholder forslag til den videre efterforskning, fra Københavns Fondsbørs, tages der stilling til, hvilke oplysninger, der skal indhentes, og fra hvem.

Da der ikke er tale om ensartede sager, er efterforskningen forskellig fra gang til gang. Der kan være tale om at indhente oplysninger fra

- institutter under tilsyn, det vil sige banker, sparekasser, andelskasser, forsikringsselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger, kreditinstitutter med særlig tilladelse og kreditforeninger,
- andre juridiske personer, herunder holdingselskaber,
- fysiske personer,
- myndigheder i udlandet.

Nogle sager giver anledning til at indhente oplysninger fra et eller flere institutter og andre til, at samtlige tilskrives.

De oplysninger, der indhentes, er f.eks.

- navne på instituttets kunder,

- eventuelle relationer til udstederen eller ansatte hos denne,
- årsagen til køb eller salg af aktier,
- årsagen til handelen og handelstidspunktet,
- navne på personer, der har deltaget i f.eks. en kontraktsforhandling,
- tidspunkter for møder og navne på deltagerne.

Er de fremkomne oplysninger fyldestgørende, kan sagen vurderes på det foreliggende grundlag, ellers må der stilles uddybende eller nye spørgsmål til de involverede parter eller andre. Det hænder, at den involverede engagerer en advokat, som redegør for sagens omstændigheder og foretager en juridisk vurdering af disse.

Sagsbehandlingen indebærer også, at oplysningerne skal kontrolleres, hvilket kan gøres ved indkaldelse af dokumentation eller gennemgang af det ofte meget fyldige materiale, der allerede foreligger i sagen, f.eks. i form af notaer og redegørelser, ligesom det undersøges, om ledelsen i et selskab har handlet osv.

Det er sædvanligt at indhente oplysningerne skriftligt, blandt andet for at kunne anvende svarene som dokumentation ved fremsendelse af sagen til anklagemyndigheden. Alligevel er det sket, at tilsynet har indhentet oplysningerne på stedet eller har indkaldt til møde i tilsynet, når denne fremgangsmåde er fundet bedst. I ét enkelt tilfælde har man kunnet videresende de oplysninger, der er modtaget fra Københavns Fondsbørs, direkte til anklagemyndigheden.

B. Vurdering af sagen;

Vurdering af sagen foregår dels løbende dels forud for dens afgørelse og indebærer stillingtagen til såvel juridiske som faktiske forhold, herunder bevisvurderingen.

Som eksempler på juridiske spørgsmål kan nævnes:

- kan tilsynet indhente oplysninger fra personer og selskaber, der ikke er under tilsyn?
- er en oplysning intern, når den i et vist omfang har været kendt uden for det udstedende selskab?
- hvor vidt rækker forbudet mod at handle i en koncern, hvor et eller flere af selskaberne er **fondshandlere**. Er det insiderhandel, når en fondshandler i en koncern, hvor en anden fondshandler køber bestemte aktier op for en kunde, erhverver en post aktier, der tilfældigt bliver tilbudt?
- spørgsmålet kan også stilles således: Bør en fondshandler, der besidder interne oplysninger, afholde sig fra sædvanlig handel, når der herved vil kunne skabes røre ved selskabet, fordi det er usædvanligt, at pågældende ikke vil købe nogle aktier?
- handel med egne aktier i de tilfælde, hvor der i selskabet er oplysninger, der - hvis de var kendt - ville påvirke kursen,
- er der tale om overtrædelse af fondsbørslovens § 39, når der handles på grundlag af oplysninger om f.eks. opkøb med henblik på overtagelse el.lign., når oplysningen er erhvervet tilfældigt og ikke er kendt i det udstedende selskab?
- hvor langt rækker Finanstilsynets kompetence i forhold til andre landes myndigheder?

C. Sagens afgørelse:

Afgørelsen kan gå ud på:

- henlæggelse,
 - fordi der ikke er oplysninger, der tyder på overtrædelse af fondsbørslovens § 39,
 - fordi de fundne beviser ikke er tilstrækkelige til at overgive sagen til politiet,
- oversendelse til anklagemyndigheden med henblik på yderligere efterforskning,
- oversendelse til myndighederne i et andet land,
- påtale af eventuel uetisk adfærd.

Sagsbehandlingstiden er meget forskellig fra sag til sag. I et enkelt tilfælde blev sagen oversendt til anklagemyndigheden efter to dage. I de fleste sager tager opklaringsfasen nogle måneder til godt et halvt år, dels fordi oplysningerne indhentes successivt, dels fordi der er juridiske spørgsmål, der skal afklares.

D. Eksempler fra praksis:

Det er væsentligt at gøre sig klart, at en forudsætning for at kunne straffe for overtrædelse af fondsbørslovens § 39 er, at det kan bevises, at der er handlet på grundlag af interne oplysninger, hvorfor det er nødvendigt med helt klare beviser for, at der er handlet på grundlag af interne oplysninger. Derfor nævnes de sager, der siden begyndelsen af 1987 er blevet sendt til politiet, her:

- Et bestyrelsesmedlem havde solgt en post aktier kort tid før, der fremkom meddelelse om et dårligt perioderesultat. Ved politiets efterforskning viste det sig, at bestyrelsesmedlemmet,

der var bosat i udlandet og ikke talte dansk, flere måneder før salget havde anmodet en advokat om at finde en køber. Af forskellige grunde var der gået nogen tid, inden der blev indgået en aftale. Efterforskningen viste, at det udenlandske bestyrelsesmedlem ikke var underrettet om den dårlige udvikling, som var blevet konstateret kort tid før offentliggørelsen af perioderegnskabet. Anklagemyndigheden fandt ikke anledning til at rejse tiltale. (Sagen er fra 1986/87).

- Et pengeinstitut havde i overensstemmelse med en langsigtet investeringsplan solgt aktier i et selskab, der ikke havde betalt renter af et lån til tiden. Selskabet standsede kort tid efter betalingerne. Anklagemyndigheden fandt ikke grundlag for at rejse tiltale, da selskabets dårlige udvikling var almindelig kendt efter halvårsmeddelelsen m.v.

En tredje "oplagt" sag skal også nævnes:

- En investor påberåbte sig i en civil sag, at en fondsbørsvekselerer ikke havde solgt investorens aktier hurtigt nok efter at have oplyst investoren om, at en ansat hos udstederen mente, at selskabet ville få et dårligt regnskabsresultat. Sagen blev forligt. Det fremgik af vidneforklaringerne, at fondshandleren bestred at have udtalt sig som anført. Endvidere blev der fremlagt avisomtale af, at selskabets regnskab ikke kunne forventes at blive videre godt. På dette grundlag fandt Finanstilsynet ikke grundlag for at foretage sig videre. (Sagen er fra begyndelsen af 1987).

5. Finanstilsynets undersøgelser siden 3. november 1987 og resultatet heraf:

Finanstilsynet har i perioden undersøgt 11 sager, hvoraf én blev taget op af egen drift, én blev modtaget fra anden side og resten fra Københavns Fondsbørs.

Heraf blev to sager oversendt til anklagemyndigheden, som ikke fandt grundlag for at rejse tiltale i den ene, som er nævnt ovenfor. Den anden sag er stadig under behandling.

De øvrige sager er blevet henlagt, fordi der ikke har kunnet påvises sammenhæng mellem de handlende og det udstedende selskab.

I en af disse sager gav man det udstedende selskabs ledelse en alvorlig påtale, fordi den ikke havde etableret styringssystemer, der sikrede, at selskabet set under ét overholdt de bestemmelser, der gælder for børsnoterede selskaber, herunder fondslovens § 39. Denne sag er af selskabet anket til Industriministeriets Erhvervsankenævn.

Notat om forslag til den fremtidige kompetencefordelingen mellem Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet samt nødvendige lovhjemler i denne forbindelse.

Børsudvalget har anmodet Københavns Fondsbørs og Finanstilsynet om i fællesskab at fremkomme med et forslag til en fremtidig kompetencefordeling i forbindelse med efterforskning af insider-sager.

Endvidere har udvalget anmodet om oplysning om, hvilke hjemler, der er nødvendige for at kunne gennemføre en hurtig efterforskning.

Der henvises til notat af 28. januar 1991 om "Praksis vedrørende behandling af sager om mulig insider-handel".

A. Kompetencefordelingen i dag

Kompetencefordelingen mellem Fondsbørsen og Finanstilsynet er i dag:

Fondsbørsen

overvåger markedet og er ansvarlig for, at der reageres på "unormale" situationer.

stiller spørgsmål til børsmæglerselskaberne og udstederne for afdækning af, om der kan være risiko for insiderhandel.

får dokumentation fra børsmæglerselskaberne for gennemførte handler, incl. kopi af afviklingsjournal med VP.

indkalder fra selskaberne lister over bestyrelsesmedlemmer, direktører og andre ledende medarbejdere, jf. de børsetiske regler pkt. 5.3.

træffer på grundlag af ovennævnte beslutning om, hvorvidt sagen skal overdrages til Finanstilsynet til videre undersøgelse.

Finanstilsynet

træffer på baggrund af Fondsbørsens rapport, jf. ovenfor, beslutning om om videre undersøgelse skal gennemføres.

Er dette tilfældet, kan Finanstilsynet

indkalde dokumentation fra alle kotoførende institutter for gennemførte handler i det pågældende værdipapir.

besøge de kotoførende institutter for at gennemføre en undersøgelse.

anmode udstederne om yderligere oplysninger, som måtte være fornødne.

træffe beslutning om sagen skal videregives til politiet for politimæssig undersøgelse.

B. Forslag til den fremtidige kompetencefordeling.

Den nuværende kompetencedeling har den svaghed, at den indledende undersøgelse i Fondsbørsen ikke kan gennemføres på et fuldt materiale, idet alene notaoplysninger vedrørende børsmæglerselskabernes handler er til Fondsbørsens rådighed.

Denne svaghed kunne - som foreslået af Fondsbørsen - afhjælpes ved, at Fondsbørsen også fik adgang til notaoplysninger fra de kontoførende institutter, der ikke er børsmæglerselskaber.

Ved den første drøftelse i Børsudvalget var der flere medlemmer, som udtrykte betænkelighed ved at give Fondsbørsen denne yderligere mulighed.

På den anden side er Finanstilsynet af den opfattelse, at tilsynet efter en melding fra Københavns Fondsbørs om noget unormalt selv vil kunne varetage den videre efterforskning, således som det hidtil er sket.

Finanstilsynet og Fondsbørsen kan på denne baggrund foreslå følgende fremtidige alternative kompetencefordeling med henblik på at tilføre efterforskningen begge parter ekspertise:

Fondsbørsen har fortsat ansvaret for markedsovervågningen og skal tage initiativ til igangsættelse af undersøgelse af formodede insider-sager, når overvågningen giver anledning hertil.

Fondsbørsens nuværende muligheder for at indhente oplysninger fra børsrådgivningselskaber og udstedere opretholdes uændrede. Det betyder, at Fondsbørsen - som hidtil - kan iværksætte en undersøgelse straks, når overvågningssystemet viser noget unormalt, herunder undersøge enkelthandler.

Kan undersøgelsen ikke afsluttes som grundløs på det for Fondsbørsen foreliggende grundlag, overdrages sagen til Finanstilsynet, der træffer afgørelse om yderligere undersøgelse skal iværksættes.

Beslutter Finanstilsynet, at yderligere undersøgelse skal iværksættes, indkaldes notamateriale og yderligere fornødne oplysninger, og der skal nedsættes en "Task Force gruppe" under Finanstilsynets ledelse og ansvar, men med deltagelse af medarbejdere fra Fondsbørsen som sagkyndig bistand med hensyn til børsmarkedet.

Finanstilsynet træffer beslutning om, hvorvidt sagen skal henlægges eller videregives til politimæssig undersøgelse.

Undersøgelsens resultat meddeles Københavns Fondsbørs. Såfremt der i sagen er oplysninger, der viser eller tyder på, at nogen har overtrådt de af Fondsbørsen fastsatte regelsæt - f.eks. de børssetiske regler og oplysningsforpligtelserne - stilles de konkrete oplysninger til rådighed for Fondsbørsen, der har ansvaret for, at konstaterede overtrædelser bliver påtalt.

C. Hjemler.

1. En effektiv efterforskning af insider-handler forudsætter, at man kan konstatere en sammenhæng mellem køber/sælger og det selskab, hvis værdipapirer handlen angår. Det er derfor bydende nødvendigt, at de notaoplysninger, som myndighederne modtager, indeholder pålidelige oplysninger om køber/sælger.

Ved handel med obligationer skal køber/sælger i dag oplyse CPR/SE-nummer, som påføres notaen. Det samme er ikke tilfældet med aktier. CPR-nummeret er nødvendigt, fordi det er entydigt, medens den, der vil lave insider-handel, kan bruge forskellige navne, som f.eks. Peter Anders Petersen/Pedersen, P.A. Petersen/Pedersen, P. Petersen/Pedersen osv.

Der bør derfor tilvejebringes hjemmel til, at de kontoførende institutter skal afkræve CPR/SE-nummer fra kunderne, og at institutterne er berettigede til at videregive oplysningerne til den undersøgende myndighed.

Endvidere er det for at sikre en effektiv og hurtig efterforskning nødvendigt at automatisere indsamlingen af notaoplysninger ved at etablere en database, hvorfor der skal skaffes hjemmel til det.

2. Videre skal der være hjemmel til at indhente skriftlige oplysninger og/eller foretage besøg på stedet hos

pengeinstitutter, forsikringsselskaber, pensionskasser, investeringsforeninger, kreditforeninger, børsmæglerselskaber og udstedere samt finansholdingselskaber og disses koncernselskaber,

og oplysninger fra

andre juridiske personer,

fysiske personer,
CPR-registeret.

I den hidtidige efterforskning har Finanstilsynet aldrig været ude for nogen, der har bestridt tilsynets hjemmel til at indhente oplysninger, men der bør være en klar hjemmel, også fordi fondsbørsens administration i fremtiden kommer til at deltage i en større del af efterforskningen. Da en fysisk eller juridisk person, der væg-
rer sig ved at afgive oplysninger, vil kunne afhøres af
politiet, behøver der ikke at være tvangsmidler forbundet
med retten til at indhente oplysninger fra disse, men det
vil være en fordel at kunne pålægge såvel fysiske som
juridiske personer at afgive de oplysninger, der er nød-
vendige til sagens undersøgelse.

Hjemlen til at indhente oplysninger fra CPR-registeret
ønskes for at kunne konstatere, om personer, der har
handlet værdipapirer, er f.eks. samboende med primære
insidere.

3. Det forudsættes, at Københavns Fondsbørs' direktion og medarbejderes tavshedspligt i henhold til fondsbørsloven er tilstrækkelig i forhold til omverdenen, og at der ikke gives følsomme oplysninger til bestyrelsen om det, der fremkommer i forbindelse med efterforskningen for at sikre, at bankhemmeligheden m.v. ikke bliver kompromiteret, således at Finanstilsynet som hidtil får en rimelig let adgang til det ønskede materiale. - Det forudsættes, at forelæggelse af enkeltsager vedrørende overtrædelse af de børsetiske regler for fondsbørsbestyrelsen ikke vil indebære en krænkelse af administrationens tavshedspligt, da overtrædere i almindelighed ikke har noget beskyttelsesbehov. Eventuelt vil sagen kunne forelægges anonymiseret, således som det hidtil har været praktiseret i nogle sager, når der er behov for beskyttelse af

visse oplysninger. Hvis en omtale af disse forudsætninger i bemærkningerne ikke er tilstrækkelig, kan der i loven indsættes en bestemmelse om, at fondsbørsbestyrelsens formand, der ikke er indstillet af brancheorganisationerne, træffer beslutning om, hvilke oplysninger der kan forelægges for den øvrige bestyrelse.

Det foreslås, at gennemførelsen af insider-direktivet sker ved, at der indsættes et kapitel i fondsbørsloven, at efterforskningsbestemmelserne indsættes i sanktionskapitlet, og al: det forudsatte samarbejde mellem Finanstilsynet og Københavns Fondsbørs anføres i bemærkningerne til lovforslaget.

Konklusion:

Det forventes, at den foreslåede efterforskningsmetode, der forer Københavns Fondsbørs markedsekspertise med tilsynets undersøgelsesekspertise, vil kunne sikre en hurtig efterforskning, idet der inden for nogle timer kan indhentes notaoplysninger vedrørende alle transaktioner i en given periode, ligesom oplysningerne kan sorteres og vurderes meget hurtigt med henblik på at finde frem til, om nogle handler kunne tyde på at være foretaget på grundlag af interne oplysninger.

Man antager således, at den proces, der i dag kan tage et par måneder, kan gennemføres på en dag eller to. Det skal her understreges, at de oplysninger, der indhentes elektronisk, alene er handelsoplysninger og konto-til-konto-overførsler i en given periode og for givne fondskoder (værdipapirer). Nogle børsmæglerelskaber gemmer allerede i dag sådanne oplysninger for at kunne yde deres kunder rådgivning m.v. Der er altså ikke tale om at indhente oplysninger om værdipapirejeres samlede beholdninger i Værdipapircentralen. Når en undersøgelse er afsluttet, tilintetgøres de indhentede oplysninger bortset fra dem, der

bruges som dokumentation. Man skal imidlertid ikke se bort fra, at uanset hvor hurtigt efterforskningen foregår, og hvem der står bag den, skal det kunne bevises, at der er handlet på baggrund af intern viden. Der skal også erindres om, at de, der ønsker at skaffe sig en fortjeneste på baggrund af interne oplysninger, i almindelighed vil kunne slette deres "spor".

Finanstilsynet forudsætter, at samarbejdet med Københavns Fondsbørs ikke reducerer de ressourcer, som bør tilføres Finanstilsynet som en konsekvens af insider-direktivets gennemførelse, herunder etableringen af et efterforskningssystem, der utvivlsomt vil øge antallet af undersøgelser.

Da den ændrede og styrkede efterforskningsmetode sammenholdt med ønsket om en hurtigere gennemførelse af undersøgelserne medfører, at tilsynet til stadighed skal have personale, der er fortrolig med efterforskningsmetoden, til rådighed for eventuelle undersøgelser, der hidtil ikke har været jævnt fordelt over året, antages det, at det er nødvendigt med et årsværk mere. Dette skal ses i lyset af, at en stor del af tilsynets arbejde foregår uden for tilsynet på inspektioner, EF-rejser osv.

Etablering af det foreslåede edb-system i Finanstilsynet vil nødvendiggøre engangsudgifter i størrelsesordenen 1,5 mio.kr. og udgifter til den løbende drift af systemet på 0,7 mio.kr. årligt.

Kronologisk fortegnelse over betænkninger

1989

- | | | | |
|------|--|------|---|
| 1156 | Priser og konkurrenceforhold på lægemiddelområdet | 1173 | Betænkning om annoncering m.v. af tvangsauktioner over fast ejendom |
| 1157 | Færdelssikkerhedspolitisk handlingsplan | 1174 | Betænkning vedrørende distribution af adresse-løse forsendelser m.v. |
| 1158 | Uddannelse inden for turisthvervet | 1175 | Forebyggelse af alkoholmisbrug |
| 1159 | Betænkning om ransagning under efterforskning | 1176 | Sognebåndsløsning og kirkelig betjening af folkekirkens medlemmer |
| 1160 | Højere forberedelseseksamen | 1177 | EDB-tinglysning på landsplan |
| 1161 | Renteloven | 1178 | Den private opsparing |
| 1162 | Handelsuddannelser i internationalt perspektiv | 1179 | Samordning af landbrugs- og jordbrugsuddannelser |
| 1163 | Kunstnernes sociale vilkår | 1180 | Pefspektivudvalget: Bistands-, pleje- og omsorgsuddannelser |
| 1164 | Betænkning om vilkår for tilskud til folkeoplysning | 1181 | Betænkning om fuldbyrdelse af straf m.v. |
| 1165 | Styring af statsvirksomhederne | 1182 | Betænkning angående ansættelse i stillinger i folkekirken m. m. |
| 1166 | Internationale børnebortførelser | 1183 | Lægers kliniske videreuddannelse og arbejds-tilrettelæggelse |
| 1167 | Sikkerhedsbestemmelser for boksning | 1184 | Betænkning om afkald på livsforlængende behandling (livstestamenter m.v.) |
| 1168 | De kommunale opgavers fordeling og finansiering | 1185 | Forskning på mennesket. Etik/Jura |
| 1169 | Anpartar | 1186 | Realkredit og etablering. Delrapport 3 |
| 1170 | Betænkning om tvangsfuldbyrdelse af andre krav end pengekrav | | |
| 1171 | Afskrivninger | | |
| 1172 | Modernisering og forenkling af det kommunale bevillingssystem m.v. | | |

1990

- | | | | |
|------|--|------|---|
| 1187 | Fortolkningen af love og domstolsafgørelser | 1201 | Betænkning om modernisering og forenkling af tvangsfuldbyrdelsen |
| 1188 | Forsvaret i 90'erne - Beretning fra Forsvarskommissionen af 1988 | 1202 | Forkyndelse |
| 1189 | Privatisering af Statsanstalten for Livsforsikring | 1203 | Kunstnernes skatte- og afgiftsmæssige stilling |
| 1190 | Skjult gæld i biler | 1204 | Selvstændige erhvervsdrivendes pensionsforhold |
| 1191 | Betænkning om Dansk Polarcenter | 1205 | Medieansvar |
| 1192 | Betænkning om præmiegraduering i dansk arbejds-kadeforsikring | 1206 | Revision af restaurationsloven |
| 1193 | Betænkning om virksomhedernes miljøtilsyn (VMT) | 1207 | Ferielovudvalget |
| 1194 | Betænkning om anklagemyndighedens struktur | 1208 | Dækningsordning for skader forårsaget af stormflod |
| 1195 | Brancheledning og franchising på ejendomsformidlingsområdet | 1209 | Udenrigstjenesten mod år 2000 |
| 1196 | Betænkning om Retslægerådet | 1210 | Økonomi og miljø i statistisk belysning |
| 1197 | Revision af ophavsretslovgivningen | 1211 | Straffelovrådets betænkning om samfundstjeneste . Delbetænkning II om sanktionsspørgsmål |
| 1198 | Bygningsbevaring | 1212 | Betænkning om de retlige rammer for indsatsen over for børn og unge |
| 1199 | En ny læreruddannelse | 1213 | En fælles pædagoguddannelse |
| 1200 | Betænkning om landvæsensretterne | | |

SI Statens Informationstjeneste

Bredgade 20 . Postboks 1103 .1009 København K

Telefon 33 92 92 00

