

KØBENHAVNS UNIVERSITET
DET JURIDISKE FAKULTET

Erhvervsudvalget
Folketinget
Christiansborg
1240 København K



Lovforslag L 13 (samling 2004-05)

22. NOVEMBER 2004

Ved fremsættelsen af ovennævnte lovforslag den 6. oktober 2004 var der foretaget visse ændringer i forhold til det udkast, der af Finanstilsynet var sendt i høring, og som det derfor ikke har været muligt at kommentere. To af disse ændringer angår den nye undtagelse til forbuddet mod insiderhandel, og begge er efter min vurdering af en sådan betydning, at Erhvervsudvalget bør give dem særlig opmærksomhed under udvalgsbehandlingen. Et tredje forhold angår aktieselskabsloven og er mindre vigtigt, men fortjener måske alligevel en nærmere overvejelse.

STUDIEGÅRDEN
STUDIESTRÆDE 6
1455 KØBENHAVN K

TLF 35 32 32 22
DIR 35 32 31 95
FAX 35 32 40 00
MOB 28 14 45 76

Lovforslagets § 1, nr. 16: Ny § 35, stk. 2, nr. 1.

Den første af de to nye undtagelser til forbuddet mod insiderhandel angår offentlige overtagelsestilbud. Jeg kan bifalde, at man undtager disse tilfælde fra forbuddet, men den nuværende formulering af nr. 1 i stk. 2 er ikke hensigtsmæssig.

Jesper.Lau.Hansen@jur.ku.dk
www.jur.ku.dk/jlh

REF: JLV-

Professor, dr.jur.

Det er tilladeligt og i praksis meget udbredt, at der i forberedelsen af et offentligt overtagelsestilbud foretages en såkaldt due diligence, dvs. en undersøgelse af målselskabets forhold, hvorved tilbudsgiver kan blive bekendt med målselskabets forhold, som i visse tilfælde må kvalificeres som intern viden. Når dette ikke hindrer tilbudsgiveren i at fremsætte et overtagelsestilbud og senere på baggrund heraf erhverve aktier i målselskabet fra aktionærer, der ikke har samme interne viden, skyldes det, at der normalt ikke sker et sådan misbrug af den interne viden, som loven forudsætter ved forbuddet mod insiderhandel. Tilbudsgiver vil nemlig bruge sin due diligence til at fastsætte sit tilbud sådan, at det afspejler den information om målselskabet, som tilbudsgiver har opnået, herunder en eventuel intern viden. I disse tilfælde misbruges en eventuel intern viden altså ikke. Man kan også mere teknisk begrunde resultatet sådan, at når tilbudsgiver fastsætter sit tilbud til en pris, der afspejler den interne viden, så opfyldes kvalifikationen i den nugældende § 34, stk. 2, ikke. Intern viden defineres jo efter denne bestemmelse som oplysninger, der "må antages at få be-

tydning for kursdannelsen ... hvis oplysningerne blev offentliggjort." Hvis tilbuddet allerede afspejler den pris, som markedet senere vil nå, når de pågældende oplysninger offentliggøres, er definitionen på intern viden ikke opfyldt, og forholdet udgør naturligvis ikke insiderhandel.

I bemærkningerne til lovforslaget s. 41 er disse betragtninger tilgodeset. Det anføres: "Indholdet af den interne viden må antages at blive taget i betragtning af tilbudsgiver ved fastsættelsen af den pris, som aktionærerne tilbydes."

Problemet er blot, at disse betragtninger ikke fremgår af lovforslagets nuværende formulering. Som nr. 1 i § 35, stk. 2, er formuleret nu, vil en tilbudsgiver, der har opnået intern viden om målselskabet, lovligt kunne fremsætte et overtagelsestilbud, der *ikke* afspejler den interne viden, f.eks. er lavere end hvad den interne viden måtte give forventning om. Det er efter min vurdering ikke tilstrækkeligt at have den vigtige passus om, at tilbuddet *bør* afspejle den interne viden, placeret alene i bemærkningerne; den bør medtages direkte i lovtæksten.

Jeg foreslår derfor, at nr. 1 formuleres således:

"1) køb af værdipapirer, der sker som et nødvendigt led i gennemførelsen af et fremsat offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over et selskab, der har en eller flere aktieklasser optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelsen af købstilbuddet, og tilbuddet afspejler den interne viden," (tilføjelse kursiveret)

Jeg er opmærksom på, at begrebet "afspejler" ikke er præcist, men det er efter min vurdering tilstrækkeligt dækkende, da der altid vil være et skønsmoment ved fastlæggelsen af tilbudsprisen på baggrund af den tilgængelige viden.

Lovforslagets § 1, nr. 16: Ny § 35, stk. 2, nr. 2.

Bestemmelsen implementerer art. 2, stk. 3, i direktiv (2003/6/EF) om markedsmissbrug.

Begrundelsen bag bestemmelsen er den naturlige, at der i disse tilfælde ikke foreligger det misbrug af intern viden, som forbuddet mod insiderhandel forudsætter. Et sådant misbrug foreligger, hvor der indgås en aftale på vilkår, som insideren bør forstå, at modparten ikke ville acceptere, havde han haft samme (interne) viden som insideren. I tilfælde omfattet af art. 2, stk. 3, er aftalen imidlertid indgået af parterne *uden* intern viden, og de aftalte vilkår er således ikke opnået under misbrug af intern viden. Men der forløber en periode før aftalen skal opfyldes, og i denne periode opnår en af parterne intern viden. Bestemmelsen fastslår da, at det i disse tilfælde af såkaldt "efterfølgende intern viden" ikke udgør en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel at opfylde den indgåede aftale. Bestemmelsen i art. 2, stk. 3, fremtræder således som en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel i art. 2, stk. 1.

I lovforslaget er bestemmelsen tænkt indsat som et nyt § 35, stk. 2, nr. 2. Bestemmelsen fremtræder korrekt som en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel, der er indeholdt i § 35, stk. 1.

Problemet er, at lovforslaget på dette punkt dels anvender en formulering, der afviger fra art. 2, stk. 3 i markedsmisbrugsdirektivet, hvilket kan give tvivl om den tilsigtede rækkevidde af undtagelsen, dels i bemærkningerne s. 42 anfører nogle betragtninger om anvendeligheden af bestemmelsen på aftaler om optioner, som næppe er hensigtsmæssige.

De pågældende lovbemærkninger synes at ville skelne mellem optionsaftaler, der omfattes af aftalen, sådan at bestemmelsen kun kommer til at omfatte optionsaftaler, hvor det er *optionsgiver*, der efterfølgende har opnået intern viden.

Som det vil fremgå af det følgende, er det for det første tvivlsomt, om disse betragtninger i bemærkningerne er korrekte, for det andet afviger de fra såvel nordisk ret som fra dansk administrativ praksis fra Finanstilsynet.

For det første er betragtningerne om, at kun optionsgiver er omfattet af undtagelsen, næppe korrekte. Det er rigtigt, at kun optionsgiver kan siges at være forpligtet af optionsaftalen, da en sådan aftale kun giver optionshaver en ret, men ingen pligt, til at indgå på aftalen. Men det er tvivlsomt, om markedsmisbrugsdirektivets art. 2, stk. 3, skal anvendes så specifikt på forpligtelser, som de danske bemærkninger lægger til grund, eller om bestemmelsen mere generelt skal forstås som en selvfølgelig undtagelse til forbuddet mod insiderhandel for disse tilfælde af efterfølgende intern viden. Både for optionsgiver som for optionshaver ligger optionsaftalens vilkår jo fast ved indgåelsen af optionsaftalen, og den senere udnyttelse af optionen kan derfor vanskeligt betragtes som et misbrug, blot fordi den ene part har opnået intern viden i mellemtiden. Der sker heller ingen skade på markedets funktion. Optionsgiver vil på det tidspunkt, hvor optionsaftalen indgås, være klar over, at han bærer en risiko for, at markedsudviklingen bliver ugunstig. Optionshaver vil jo kun ønske at udnytte optionen, såfremt kursudviklingen er gået i en for optionsgiver ugunstig retning. Til inddækning af denne risiko vil optionsgiver beregne sig en præmie, den såkaldte optionspræmie. Optionsgiver bliver m.a.o. ikke skuffet, uanset om optionshaver måtte have fået intern viden på tidspunktet for optionens udnyttelse, men vil blot betragte forholdet som en kalkuleret risiko.

Dertil kommer, at en optionsaftale ofte efterspørges af personer (optionshavere), der enten forventer at have eller kan få intern viden på udnyttelsestidspunktet. Frygter man f.eks. et kursfald på grund af nogle risici, der kan forudses, men hvis indtræden endnu er uvist, kan man imødegå dette ved at indgå en optionsaftale med en optionsgiver om at kunne sælge værdipapiret senere til den nuværende kurs (en put-option), uanset at kursen til den tid måtte være faldet. Optionsgiver vil i sådanne tilfælde forstå, at optionshaver har indgået aftalen om en put-option, fordi optionshaver frygter et kursfald, hvilken mulighed (eller rettere: risiko) optionsgiver da vil tage sig betalt for ved en passende optionspræmie. Lægges lovforslagets bemærkninger til grund, kan optionsha-

ver imidlertid ikke benytte den indgåede put-option, hvis han efterfølgende har fået intern viden, f.eks. om at den faldende markedskurs vil falde yderligere, fordi de forudsete risici er blevet realiserede. Hele formålet med put-optionen er dermed forspildt for at beskytte en optionsgiver, der kendte til risikoen og havde taget sig betalt herfor. Det er ikke hensigtsmæssigt. Det skal om eksemplet afslutningsvis bemærkes, at optionshaverens kendskab til de risici, der kan opstå, antages her ikke at udgøre intern viden, for hvis det var intern viden, foreligger der intern viden ved *indgåelsen* af optionsaftalen, hvilket ikke hører under den her drøftede undtagelse om *efterfølgende* intern viden.

Et andet eksempel angår medarbejderoptioner. Her er optionshaver normalt den ansatte, og det forekommer ofte, at ansatte kan have intern viden på tidspunktet for udnyttelsen af deres medarbejderoptioner. Lægges lovbemærkningerne til grund, vil især ledende medarbejdere ofte ikke kunne udnytte deres medarbejderoptioner, fordi de er kommet i besiddelse af intern viden om deres arbejdsgiver (selskabet). Også her er bemærkningernes antagelse u hensigtsmæssig, fordi medarbejderoptionerne jo er givet på vilkår, der lå fast ved deres tildeling, og altså ikke ændres eller påvirkes af, at medarbejderen efterfølgende har fået intern viden. Der er endvidere ikke noget hensyn at tage til optionsgiveren (selskabet), der normalt har samme interne viden som medarbejderne og derfor ikke føler sig snydt.

For det andet afviger lovbemærkningernes antagelse om optioner fra retsstillingen i de nordiske lande og fra Finanstilsynets egen praksis.

Som det fremgår af de to eksempler i det foregående betragtes det ikke som misbrug af intern viden at udnytte en option, som er indgået uden intern viden, blot fordi en af parterne efterfølgende har fået intern viden. At en sådan udnyttelse af en option er lovlig og ikke i strid mod insiderhandelsforbuddet fremgår udtrykkeligt af den nugældende svenske og norske lovgivning. For svensk rets vedkommende henvises til insiderstrafflagen (2000:1086) § 8 nr. 5 (optionshavere) og nr. 6 (optionsgivere). Det ses, at undtagelsen fra forbuddet mod insiderhandel gælder både optionshavere og -givere. For norsk ret henvises til verdipapirhandelovens § 2-1, stk. 2, der blot taler om udnyttelse af optioner og dermed i lighed med svensk ret omfatter både optionshavere og -givere under undtagelsen fra insiderhandelsforbuddet. Svensk ret ændres ikke på dette punkt ved implementeringen af markedsmisbrugsdirektivet, hvilket fremgår af den svenske betænkning SOU 2004:69. Jeg er ikke bekendt med overvejelserne om implementeringen i norsk ret, men finder det helt usandsynligt, at norsk ret skulle ændres på dette punkt.

Ikke blot afviger antagelsen i lovforslagets bemærkninger fra svensk og norsk ret, den afviger også fra den afgørelse, som Finanstilsynet har truffet den 19. august 2004 og gjort tilgængelig på sin hjemmeside. Finanstilsynet når i den afgørelse samme resultat som i svensk og norsk ret, at en medarbejder kan udnytte optioner, som er tildelt i medfør af et medarbejderoptionsprogram, uanset at medarbejderen efterfølgende måtte have fået intern viden om selskabet (optionsgiveren).

Når der henses til fordelene for den internationale samhandel ved ensartede regler, ikke mindst i lyset af den forestående svenske overtagelse af Københavns Fondsbørs A/S, må det kraftigt frarådes at indføre regler, der i modsætning til såvel svensk og norsk ret som dansk administrativ praksis vil kriminalisere udnyttelsen af en optionsaftale.

I stedet vil jeg anbefale, at man vælger at implementere markedsmisbrugsdirektivets art. 2, stk. 3, mere ordret, og at man i bemærkningerne hertil undlader at tage stilling til, hvorvidt optioner og lignende skal omfattes. I stedet kan det ved ændringen bemærkes, at man har valgt en mere tekstnær implementering for i videst mulige omfang at tilgodese den fællesskabsretlige fortolkning af denne undtagelse. Samme metode blev i sin tid brugt, da man i lov 343/1991 implementerede art. 3, litra a, i direktiv (89/592/EØF) om insiderhandel, hvilket i dag genfindes som værdipapirhandelslovens § 36, stk. 1, der omhandler forbuddet mod videregivelse af intern viden.

I givet fald vil lovforslagets § 35, stk. 2, nr. 2 få følgende ordlyd:

"2) transaktioner, der gennemføres for at opfylde en forpligtelse til at erhverve eller afhænde værdipapirer, når denne forpligtelse er blevet bindende og er baseret på en aftale, der er indgået, før der er opnået intern viden."

Aktieselskabslovens § 53, stk. 2.

Lovforslag L 13 indfører regler om både indberetningspligt (flagningspligt) for insideres transaktioner, jf. forslaget § 28a, og om insiderlister, jf. forslaget § 37, stk. 4.

Efter min vurdering overflødiggør disse nye regler aktieselskabslovens § 53, stk. 2. Denne bestemmelse synes at være blevet noget overset, f.eks. angår den fortsat kun aktieselskaber noteret på en fondsbørs, men ikke aktieselskaber optaget til handel på en autoriseret markedsplads. Da man i sin tid vedtog værdipapirhandelsloven (lov 1072/1995) slettede man ligeledes asl. § 28c, fordi den nu blev videreført af vhl. § 29. Tilsvarende bør gælde for asl. § 53, stk. 2. Såfremt man fortsat ønsker at underkaste statslige aktieselskaber en lignende regulering kan bestemmelsen fortsættes i aktieselskabsloven alene i relation til disse. Der er herudover ingen grund til at ændre på stk. 1 og 3 i asl. § 53.

Med venlig hilsen



Jesper Lau Hansen