

målselskabet, lovligt kunne fremsætte et overtagestilbud, 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 lovteksten.

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.

Baggrunden 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 markedsmissbrugsdirektivet, 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 markedsmissbrugsdirektivets 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