

Til lovforslag nr. L 13. Betænkning afgivet af Erhvervsudvalget den 1. december 2004

Betænkning

over

Forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed

(Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet)

[af økonomi- og erhvervsministeren (Bendt Bendtsen)]

1. Udvalgsarbejdet

Lovforslaget blev fremsat den 6. oktober 2004 og var til 1. behandling den 26. oktober 2004. Lovforslaget blev efter 1. behandling henvist til behandling i Erhvervsudvalget.

Møder

Udvalget har behandlet lovforslaget i 3 møder.

Høring

Et udkast til lovforslaget har inden fremsættelsen været sendt i høring, og økonomi- og erhvervsministeren sendte den 19. august 2004 dette udkast til udvalget, jf. (folketingsåret 2003-04) alm. del bilag 574. Den 19. oktober 2004 sendte økonomi- og erhvervsministeren de indkomne høringssvar samt et notat herom til udvalget.

Skriftlige henvendelser

Udvalget har i forbindelse med udvalgsarbejdet modtaget en skriftlig henvendelse fra professor Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, som er optrykt i bilag 2.

Spørgsmål

Udvalget har stillet 3 spørgsmål til økonomi- og erhvervsministeren til skriftlig besvarelse, som denne har besvaret. Et af udvalgets spørgsmål og økonomi- og erhvervsministerens svar herpå er optrykt som bilag 2 til betænkningen.

2. Indstillinger og politiske bemærkninger

Et *flertal* i udvalget (udvalget med undtagelse af SF og EL) indstiller lovforslaget til *vedtagelse uændret*.

Et *mindretal* i udvalget (SF og EL) indstiller lovforslaget til *forkastelse* ved 3. behandling.

Enhedslisten er enig i, at reglerne imod insiderhandel, kursmanipulation m.m. skal skærpes, men samtidig åbner loven mulighed for at gøre det nemmere at spekulere hen over landegrænserne. Når et prospekt – et reklamemateriale – for nye aktier er godkendt i et land, skal det også anerkendes i de EU-øvrige lande.

Hvis loven eksempelvis havde været gældende i slutningen af 1980'erne, ville dette have betydet, at de værdiløse aktier i Hafnia, der dengang blev solgt med henvisning til et prospekt godkendt af det danske finanstilsyn, ikke alene kunne sælges til danske pensionskasser og andre, der led et milliardtab, men også kunne have været solgt i andre EU-lande, hvor man ville have haft mere besvær med at gennemskue, at der var tale om værdiløse aktier.

Tjóðveldisflokkurinn, Inuit Ataqatigiit og Siunmut var på tidspunktet for betænkningens afgivelse ikke repræsenteret med medlemmer i udvalget og havde dermed ikke adgang til at komme med indstillinger eller politiske udtalelser i betænkningen.

En oversigt over Folketingets sammensætning er optrykt i betænkningen.

Else Winther Andersen (V) Kim Andersen (V) Svend Erik Hovmand (V) fmd.
Christian Lund Jepsen (V) Colette L. Brix (DF) nfmd. Poul Fischer (DF)
Carina Christensen (KF) Lars Barfoed (KF) Jann Sjursen (KD) Frode Sørensen (S)
Jan Trøjborg (S) Jens Peter Vernersen (S) Ole Vagn Christensen (S) Peder Sass (S)
Poul Henrik Hedeboe (SF) Naser Khader (RV) Pernille Rosenkrantz-Theil (EL)

Tjóðveldisflokkurin, Inuit Ataqatigiit og Siumut havde ikke medlemmer i udvalget.

Folketingets sammensætning

Venstre, Danmarks Liberale Parti (V)	54*	Enhedslisten (EL)	4
Socialdemokratiet (S)	52	Kristendemokraterne (KD)	4
Dansk Folkeparti (DF)	22	Tjóðveldisflokkurin (TF)	1
Det Konservative Folkeparti (KF)	16	Inuit Ataqatigiit (IA)	1
Socialistisk Folkeparti (SF)	12	Siumut (SIU)	1
Det Radikale Venstre (RV)	9	Uden for folketingsgrupperne (UFG)	3

* Heraf 1 medlem valgt på Færøerne

Bilag 1**Oversigt over bilag vedrørende L 13**

Bilagsnr.	Titel
1	Høringsnotat vedr. forslag til lov om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. og lov om finansiel virksomhed (Gennemførelse af markedsmisbrugs- og prospektdirektivet) og kopi af de indkomne høringssvar
2	Udkast til tidsplan for udvalgets behandling af lovforslaget
3	Endelig tidsplan for udvalgets behandling af lovforslaget
4	Henvendelse af 22/11-04 fra professor Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet

Oversigt over spørgsmål og svar vedrørende L 13

Spm.nr.	Titel
1	Spm. om kommentarer til høringssvaret fra Statsadvokaten, til økonomi- og erhvervsministeren, og ministerens svar herpå
2	Spm. om yderligere kommentarer til høringssvar fra Dansk Aktionærforening, til økonomi- og erhvervsministeren, og ministerens svar herpå
3	Spm. om kommentar til henvendelse af 22/11-04 fra professor Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, til økonomi- og erhvervsministeren, og ministerens svar herpå

Et af udvalgets spørgsmål til økonomi- og erhvervsministeren og dennes svar herpå

Bilag 4 samt spørgsmål 3 og svaret herpå er optrykt efter ønske fra udvalget.

Bilag 4:

KØBENHAVNS UNIVERSITET
DET JURIDISKE FAKULTET

Erhvervsudvalget
Folketinget
Christiansborg
1240 København K

Lovforslag L 13 (samling 2004-05)

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.

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

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

Det er tilladeligt og i praksis meget udbredt, at der i forberedelsen af et offentligt overtagestiltbud 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 overtagestiltbud og

senere på baggrund heraf erhverve aktier i målselskabet fra aktionærer, der ikke har samme 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 nuværende § 34, stk. 2, ikke. Intern viden defineres jo efter denne bestemmelse som oplysninger, der »må antages at få betydning 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 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

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, man 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 optionshaver 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 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 nuværende svenske og norske lovgivning. For svensk rets vedkommende henvises til insiderstraffelagen (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 værdipapirhandellovens § 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 nr. L 13 indfører regler om både indberetningspligt (flagningspligt) for insiders 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

Spørgsmål 3:

Ministeren bedes kommentere henvendelsen af 22. november 2004 fra professor Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet, jf. L 13 bilag 4.

Svar:

Professor, dr.jur. Jesper Lau Hansen peger i sit brev på tre forhold vedrørende lovforslaget L 13, som Erhvervsudvalget efter hans mening bør give særlig opmærksomhed under udvalgsbehandlingen. Jesper Lau Hansen anfører, at der er foretaget ændringer i forslaget i forhold til det udkast, der af Finanstilsynet var sendt i høring, og at det derfor ikke har været muligt at kommentere på disse ændringer.

Indledningsvis kan jeg oplyse, at baggrunden for, at der er foretaget ændringer i lovforslaget i forhold til udkastet, der blev sendt i høring, er, at der er taget hensyn til de bemærkninger, der er fremkommet i høringssvarene og ved den lovtekniske gennemgang af lovforslaget.

Det første emne, som Jesper Lau Hansen behandler i sit brev til Erhvervsudvalget, er forslaget til den nye bestemmelse i lovens § 35, stk. 2, nr. 1.

Med forslaget til § 35, stk. 2, nr. 1, indføres en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel. Bestemmelsen undtager 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 aktier optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer («målselskab»). Undtagelsen gælder, såfremt den interne viden er erhvervet i forbindelse med en undersøgelse af selskabet, der er foretaget med henblik på fremsættelse af købstilbudet.

Jesper Lau Hansen giver udtryk for, at den foreslåede ordlyd medfører, at tilbudsgiver lovligt kan fremsætte et tilbud, der ikke afspejler den interne viden, for eksempel ved at afgive et tilbud, der er lavere end den interne viden tilsiger.

Det er en korrekt forståelse af bestemmelsen, at det ikke kræves, at det afgivne tilbud og herunder tilbudsprisen skal afspejle den interne viden, som tilbudsgiver har på tilbudstidspunktet.

Det er i praksis meget udbredt, som Jesper Lau Hansen korrekt skriver, at der ved forberedelsen af et offentligt overtagelsestilbud foretages en såkaldt »due diligence«, dvs. en undersøgelse af målselskabets forhold. Tilbudsgiver tager denne viden i betragtning, når han fastsætter sit tilbud.

I praksis indgår imidlertid andre parametre end den viden, som indhentes i forbindelse med en såkaldt »due diligence«. Tilbuddet vil ofte afspejle tilbudsgivers forventning til mulige synergieffekter i forbindelse med overtagelse af det selskab, som tilbuddet vedrører. Tilbudsgivers fastsættelse af en pris for målselskabet vil derfor ofte være et resultat af både tilbudsgivers forhold og målselskabets forhold. Tilbuddet kan endvidere gøres højt eller lavt af strategiske grunde, for eksempel fordi der med tilbuddet indledes en »budkrig«. Dette er de fleste aktionærer klar over.

Den foreslåede bestemmelse skal ses som en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel. Forslaget til undtagelsen stammer fra markedsmisbrugsdirektivet og begrundelsen for undtagelsen er, at et målselskab ellers ville kunne forhindre fremsættelsen af et overtagelsestilbud ved at give tilbudsgiver intern viden i forbindelse med en due diligence. Dette formål med undtagelsen vil ikke i samme omfang kunne tilgodeses, såfremt der i bestemmelsen indsættes et krav om, at tilbuddet skal afspejle den interne viden.

Som det fremgår af lovbemærkningerne, er aktionærerne i målselskabet beskyttede af reglerne i værdipapirhandelslovens §§ 31 og 32, der regulerer overtagelsestilbud samt af reglerne i en tilhørende bekendtgørelse.

Det følger af denne bekendtgørelse, at bestyrelsen i målselskabet er forpligtet til at udarbejde en redegørelse til selskabets aktionærer om fordele og ulemper ved tilbuddet, herunder set i forhold til selskabets forventede udvikling. Bestyrelsen har således mulighed for i sin udtalelse at imødegå et tilbud, der er »for lavt«. Det følger desuden af bekendtgørelsen, at den tilbudte kurs mindst skal svare til den højeste kurs, tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktier.

Jesper Lau Hansen er af den opfattelse, at den foreslåede formulering ikke er hensigtsmæssig, og foreslår i stedet, at det i lovteksten til § 35, stk. 2, nr. 1, fremgår, at undtagelsen alene gælder, hvis tilbuddet afspejler den interne viden.

En tilføjelse som den af Jesper Lau Hansen foreslåede, må på ovennævnte baggrund vurderes at indebære en unødigt indskrænkning af tilbudsgivers mulighed for at fastsætte sit tilbud på en måde, som tilbudsgiver synes hensigtsmæssig. En sådan indskrænkning kan ikke begrundes i hensynet til aktionærerne, da deres interesser varetages af reglerne om overtagelsestilbud. Herudover vil det være yderst vanskeligt i praksis at administrere en regel som foreslået af Jesper Lau Hansen, idet den indebærer, at en tilbudsgiver konkret skal vurdere, hvilken værdi den interne viden måtte have for tilbuddet. Et retsområde som insiderhandel kræver efter min opfattelse af retssikkerhedsmæssige årsager klare retsregler. En regel som den af Jesper Lau Hansen foreslåede vil ikke medvirke til at opfylde dette krav.

Endelig vil der være en risiko for, at en regel som foreslået af Jesper Lau Hansen vil virke hæmmende på erhvervslivets mulighed for at foretage hensigtsmæssige opkøb af virksomheder.

Jeg finder derfor på denne baggrund ikke anledning til at ændre på den foreslåede bestemmelses ordlyd.

Det andet emne, som Jesper Lau Hansen omtaler i sit brev til Erhvervsudvalget, er forslaget til den nye bestemmelse i lovens § 35, stk. 2, nr. 2.

Forslaget til bestemmelsen i § 35, stk. 2, nr. 2, medfører en undtagelse til forbuddet mod insiderhandel i § 35, stk. 1. Undtagelsen gælder i de tilfælde, hvor køb eller salg af et værdipapir sker for at opfylde en forpligtelse, der er forfalden og baseret på en aftale, der er indgået, inden personen fik intern viden.

Jesper Lau Hansen bemærker indledningsvis, at lovforslaget anvender en formulering, der afviger fra artikel 2, stk. 3, i markedsmisbrugsdirektivet, hvilket kan give tvivl om den tilsigtede rækkevidde af undtagelsen. Jesper Lau Hansen foreslår på den baggrund, at man vælger at implementere markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 3, mere ordret.

Jeg kan indledningsvis oplyse, at årsagen til, at man ved udformningen af lovforslaget har valgt en formulering, der afviger fra formuleringen i den danske version af direktivet, er, at den danske oversættelse af direktivets artikel 2, stk. 3, er upræcis. Af de øvrige sprogversioner fremgår det, at forudsætningen for, at undtagelsen i di-

rektivets artikel 2, stk. 3, kan anvendes, er, at insidieren har en forpligtelse til at købe eller sælge værdipapirer, og at denne forpligtelse er forfalden på tidspunktet, hvor insidieren gennemfører sin handel med værdipapirer.

Betingelsen om, at forpligtelsen skal være forfalden, er ikke kommet med i den danske oversættelse. Derimod fremgår det som nævnt af de øvrige sprogversioner af direktivet, at undtagelsen kun finder anvendelse, såfremt forpligtelsen er forfalden.

Som Jesper Lau Hansen selv skriver, er der gode grunde til at vælge en gennemførelse af direktivet i dansk lovgivning, der holder sig så tæt som muligt på direktivets ordlyd. Med formuleringen af bestemmelsen i § 35, stk. 2, nr. 2, har man efter min vurdering netop taget hensyn til dette, idet der ikke kun er lagt vægt på ordlyden af den danske oversættelse, men også på de øvrige sprogversioner.

Jeg finder derfor ikke grundlag for at ændre på ordlyden af bestemmelsen i lovforslaget.

Jesper Lau Hansen anfører desuden, at udtalelserne i lovbemærkningerne til bestemmelsen til § 35, stk. 2, nr. 2, hvorefter bestemmelsen kun omfatter optionsaftaler, hvor det er *optionsgiver*, der efterfølgende har opnået intern viden, næppe er korrekte.

Jesper Lau Hansen mener, at det er tvivlsomt, om markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 3, skal anvendes så specifikt på forpligtelser, som de danske lovbemærkninger lægger til grund, eller om bestemmelsen mere generelt skal forstås som en selvfølgelig undtagelse til forbuddet mod insiderhandel i tilfælde af efterfølgende intern viden. Jesper Lau Hansen giver udtryk for, at undtagelsen også bør kunne anvendes i forhold til en *optionshaver*.

Jeg kan oplyse, at Kommissionen under udarbejdelsen af lovforslaget blev spurgt om, hvordan bestemmelsen i direktivets artikel 2, stk. 3, skal forstås. Kommissionen oplyste, at bestemmelsen alene omfatter tilfælde, hvor insidieren har en *forpligtelse*, og at bestemmelsen ikke kan udstrækkes til også at omfatte situationer, hvor insidieren kun har en *rettighed*.

Som Jesper Lau Hansen selv anfører, er det kun optionsgiveren, der er forpligtet af en optionsaftale. Optionshaveren har derimod kun en

ret men ikke en pligt – til at kræve aftalen opfyldt.

Det er derfor anført i bemærkningerne til lovforslaget, at undtagelsen ikke er anvendelig på optionshavers udøvelse af optioner eller andre rettigheder til at købe eller sælge værdipapirer. Derimod vil undtagelsen kunne anvendes i forhold til en optionsgiver, der opfylder sin forpligtelse i henhold til en optionsaftale.

Udtalelserne i lovbemærkningerne har støtte både i ordlyden af bestemmelsen i direktivet samt tilkendegivelser fra Kommissionen, og jeg finder derfor heller ikke på dette punkt grundlag for at ændre lovforslaget.

Jeg kan i øvrigt oplyse, at udtalelserne i lovbemærkningerne vedrørende optionsaftaler bl.a. blev indsat i forslaget for at tilgodese nogle af de bemærkninger til lovforslaget, som var fremkommet under høringen. Jeg kan således henvise til høringssvarene fra Dansk Industri og Københavns Fondsbørs A/S.

Jesper Lau Hansen giver ligeledes udtryk for, at udtalelserne vedrørende optioner i lovbemærkningerne afviger fra retsstillingen i de øvrige nordiske lande samt Finanstilsynets egen praksis.

Det er korrekt, at man i norsk og svensk ret har undtagelser fra forbuddet mod insiderhandel, som omfatter både optionshaver og optionsgiver. Det er også korrekt, at Finanstilsynet, som nævnt af Jesper Lau Hansen, ved en afgørelse af 19. august 2004 har udtalt, at udnyttelse af medarbejderoptioner under visse betingelser ikke omfattes af forbuddet mod insiderhandel i lovens § 35, stk. 1.

Udnyttelse af optioner omfattes imidlertid – i lighed med andre former for køb og salg af værdipapirer – alene af forbuddet mod insiderhandel, såfremt de almindelige betingelser for anvendelsen af forbuddet mod insiderhandel i lovens § 35, stk. 1, er opfyldte, hvilket også er understreget i bemærkningerne til lovforslaget.

Jeg skal i den forbindelse gøre opmærksom på, at der ikke med lovforslaget foretages ændringer i formuleringen af lovens forbud mod insiderhandel i § 35, stk. 1. Forslaget medfører derfor heller ikke nogen indskrænkning i ledende medarbejderes eller andre optionsindehaveres mulighed for at udnytte tildelte optioner i forhold til, hvad der gælder efter de nuværende regler.

Jesper Lau Hansens bemærkninger om, at der med forslaget indføres en kriminalisering af udnyttelsen af en optionsaftale er derfor efter min opfattelse ukorrekt.

Det vil således også fremover under normale omstændigheder være muligt for den ledende medarbejder og andre optionsindehavere at udnytte optioner, uanset om den ledende medarbejder måtte komme i besiddelse af intern viden mellem tidspunktet for tildelingen og udnyttelsen af optionen. Rettsstillingen efter den danske lovgivning vil derfor fortsat komme til at ligge på linje med, hvad der gælder i de andre nordiske lande.

Jeg finder derfor ikke grundlag for at ændre på lovforslaget på dette punkt.

Endelig nævner Jesper Lau Hansen som det tredje emne i sit brev til Erhvervsudvalget, at man bør overveje at ophæve reglen i aktieselskabslovens § 53, stk. 2.

Aktieselskabslovens § 53, stk. 2, regulerer ledelsesmedlemmers aktiebesiddelser, mens nærværende lovforslag har fokus på ledelsesmedlemmers (og nærtstående) aktietransaktioner.

Jesper Lau Hansens betragtninger omkring aktieselskabsloven er imidlertid relevante, da det naturligvis ikke er hensigten at pålægge virksomhederne unødige byrder i form af dobbeltindberetningspligter.

Jeg vil derfor tage op til overvejelse, om det er muligt og hensigtsmæssigt at ændre aktieselskabslovens § 53, stk. 2, i forbindelse med næste revision af aktieselskabsloven, som forventes i foråret 2005.