



GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

13. januar 2012

Forslag til Europa-Parlamentet og Rådets forordning vedrørende insi- derhandel og markedsmisbrug – KOM (2011) 651/3

1. Resumé

Kommissionen har fremsat et forslag til forordning vedrørende insiderhandel og markedsmisbrug samt ledende medarbejders indberetninger af handler – KOM (2011 651/3) til erstatning af direktiv om insiderhandel og markedsmisbrug.

Det overordnede formål med forordningen er at øge investorbekyttelsen og tilliden til markederne (f.eks. fondsbørsen¹) samt gennemsigtigheden, hvor der handles værdipapirer. Forslaget skal ses som en del af den pakke, som Kommissionen fremsætter som led i at styrke reguleringen af og tilsynet med den finansielle sektor.

Markedsudviklingen har betydet, at den eksisterende lovgivning ikke er tilstrækkelig, bl.a. fordi handel med finansielle instrumenter er flyttet til andre handelspladser, ligesom der er opstået andre typer af finansielle instrumenter, der kræver en regulering.

Forslaget udvider anvendelsesområdet for markedsmisbrugsreglerne, det vil sige, at reglerne udvides fra kun at gælde traditionelle regulerede markeder (f.eks. Nasdaq OMX) til også at omfatte multilaterale handelsfaciliteter (f.eks. First North²) m.v., således at markedsmisbrugsreglerne også finder anvendelse på finansielle instrumenter, der er optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet (MTF) eller en organised trading facility (OTF). MTF er en alternativ markedsplads, som ikke har samme status og regelsæt som et reguleret marked. OTF er en handelsplatform, hvor der foregår organiseret handel med værdipapirer. OTF'er dækker over en opsamlingskategori, der skal sikre, at alle organiserede handelspladser, der i dag ikke er omfattet, fremover vil være det. Derudover udvides anvendelsesområdet til at gælde for såkaldte "Over the Counter"-handler (OTC-handler) i finansielle instrumenter, der kan påvirke det underliggende finansielle instrument.

¹ Nasdaq OMX, et dansk selskab, som har tilladelse til at drive et reguleret marked.

² Dansk selskab med tilladelse til at drive en multilateral handelsfacilitet

Som noget nyt vil markedsmisbrugsreglerne også finde anvendelse på råvarederivater. Markedsmisbrugsforordningen forventes at få tilsvarende anvendelsesområde som MIFID- direktiv og -forordningerne.

Ligeledes fastslår forordningen, at hvis der udøves en af tre konkrete typer af HFT-handel (High Frequency Trading), formodes det at blive udført med kursmanipulation for øje.

Forslaget indeholder derudover øvrige ændringer af mindre karakter. Der henvises til pkt. 3 under specifikke ændringer.

Det bemærkes, at Kommissionen med forslaget forsøger at lette de administrative byrder for små og mellemstore virksomheder, der er optaget til handel på et SMV vækstmarked. Der foreslås lempeligere regler for offentliggørelser og lempeligere regler om udarbejdelse af insiderlister for sådanne virksomheder.

Forslaget ophæver det tidligere markedsmisbrugsdirektiv (2003/6). Markedsmisbrugsdirektivets primære område er forbud mod insiderhandel og kursmanipulation samt offentliggørelse af intern viden. Dertil kommer, at ledende medarbejdere samt deres nærtstående skal indberette transaktioner. Reglerne i det nuværende markedsmisbrugsdirektiv vil for de flestes vedkommende blive strammet og præciseret i forordningen, hvis denne vedtages. Vedtages forordningen vil det have den konsekvens, at dele af lov om værdipapirhandel m.v. skal ophæves.

2. Baggrund

EU-Kommissionen har som følge af finanskrisen ønsket at styrke og forbedre tilsynet med den finansielle sektor inklusive handel med finansielle instrumenter (værdipapirer).

Fremsættelsen af markedsmisbrugsforordningen skal ses som en del af Kommissionens samlede pakke for at styrke tilsynet med den finansielle sektor, herunder markederne, hvorpå finansielle instrumenter handles. Finansielle instrumenter er værdipapirer f.eks. aktier, obligationer, optioner, futures, swaps m.v. Derfor skal Kommissionens forslag ses i sammenhæng med Kommissionens forslag om MiFID- direktiv og -forordning.

Ud over forordningen om markedsmisbrug har Kommissionen fremsat et direktiv om kriminelle sanktioner i markedsmisbrugssager. Dette direktiv er fremsat af DG JUST, idet sanktionerne kræver at medlemsstaterne indfører strafferetlig sanktionering for overtrædelse af reglerne om insiderhandel og kursmanipulation. Overtrædelser af disse regler er også i dag i dansk ret belagt

med fængselsstraf, uanset dette vil Danmark - som følge af det danske retsforbehold - dog ikke blive omfattet af direktivet om strafferetlige sanktioner. Da direktivet vedrører strafferetlige sanktioner, behandles det af Justitsministeriet i samarbejde med Finanstilsynet. Finanstilsynet anmelder i dag forhold vedrørende markedsmisbrug til Statsadvokaturen for økonomisk kriminalitet, som herefter gennemfører en politimæssig efterforskning af forholdene og evt. gennemfører en retssag ved domstolene. Udmåling af straf foretages i sidste ende af domstolene.

Bag forslagene ligger en række overordnede politiske betragtninger. For det første er der tale om en G20-erklæring om styrkelsen af det finansielle tilsyn og regulering. Reguleringen opbygges i overensstemmelse med internationale standarder, herunder med fokus på at handle med afledte finansielle instrumenter (finansielle instrumenter, der bygger på et underliggende værdipapir) inddrages i det finansielle tilsyn. For det andet har Kommissionen et ønske om reduktion af administrative byrder for små og mellemstore virksomheder, f.eks. mindre byrdefulde regler for vækstmarkeder for SMV'er (eksempelvis First North, som i DK er en alternativ markedsplads, hvor mindre virksomheder forsøger at rejse kapital). For det tredje har Kommissionen et ønske om ensartede administrative sanktioner på området i hele EU.

3. Formål og indhold

Det overordnede formål er at sikre ensartede regler i medlemsstaterne på området. Som følge af markedsudviklingen er de eksisterende regler ikke tilstrækkelige. Der er f.eks. opstået nye handelsplatforme, hvor der handles finansielle instrumenter, men disse handelsplatforme falder uden for det eksisterende direktivs anvendelsesområde. Herudover foregår handlerne i stigende omfang ”over the counter” (OTC-handler), dvs. mellem to uafhængige parter uden for markedspladsen. Der er tillige sket en udvidelse af, hvilke finansielle instrumenter der handles. Nye områder er opstået, f.eks. råvareområdet, hvor der i større omfang handles med finansielle instrumenter i form af derivater.

Forordningens overordnede formål er at forhindre forskellige regler for markedsmisbrug i medlemsstaterne. Dette vil bidrage til en øget tillid til markederne samt øge investorbeskyttelsen. Derudover er formålet at bidrage til at sikre den finansielle stabilitet og at gøre det mere attraktivt at investere og rejse kapital i Europa.

De specifikke ændringer er følgende:

- a) Forbuddet mod insiderhandel og kursmanipulation udvides til andre handelsplatforme end det regulerede marked. Dette anses for nødvendigt, fordi handlen med finansielle instrumenter er flyttet fra regulerede

markeder (klassiske børser) til f.eks. MHF - multilaterale handelsfaciliteter - og OTF - organised trading facility (f.eks. i Storbritanniens ”broker cross-system”)

- b) Anvendelsesområdet udvides til at gælde for finansielle instrumenter, der er optaget til handel på en MTF eller en OTF samt OTC-handel med finansielle instrumenter, der kan påvirke det underliggende finansielle instrument, f.eks. en aktie og obligation
- c) Reguleringen af finansielle instrumenter i råvarer foreslås omfattet af markedsmisbrugsreglerne. Reguleringen af handlen med de faktiske råvarer finder f.eks. sted i REMIT-forordningen (Regulation on Energy Market Integrity and Transparency), men forslaget om markedsmisbrug fastslår, at intern viden på et spot råvaremarked, som anvendes til at handle i finansielle instrumenter vedrørende disse råvarer, skal være omfattet af markedsmisbrugsreglerne
- d) Forslaget fastslår, at såfremt der foretages en af tre specifikt nævnte typer af højfrekvenshandel, vil disse handler som en formodningsregel have en karakter, der betyder, at strategierne vil blive anset for at være i strid med markedsmisbrugsreglerne, særligt reglerne om kursmanipulation. Ved højfrekvenshandel forstås køb og salg med meget kort tid mellem køb og salg med henblik på at udnytte selv meget små ændringer i kurserne. Handlerne gennemføres typisk af professionelle handlere ved hjælp af elektroniske systemer, hvor købs- og salgsstrategien indkodes på forhånd, således at handlerne finder sted automatisk uden menneskelig involvering i form af løbende ordregivning.
- e) Hidtil har forsøg på markedsmisbrug ikke været omfattet af markedsmisbrugsreglerne. Med det fremsatte forslag bliver forsøg omfattet af reglerne.
- f) Det foreslås, at CO₂-kvoter defineres som et finansielt instrument og omfattes af markedsmisbrugsreglerne. På grund af de særlige karakteristika ved CO₂-kvoter vil der være en særlig definition af intern viden i forbindelse med disse kvoter. Normalt er det udstederen, der har intern viden. Dette er ikke tilfældet for intern viden omkring CO₂-kvoter, hvor det typisk vil være aktørerne på markedet, f.eks. store energiselskaber.
- g) Det foreslås, at alternative handelsplatforme såsom MHF og OTF får en overvågningsforpligtigelse svarende til den overvågningsforpligtigelse, som regulerede markeder har i dag, hvilket betyder, at der skal indberettes til den kompetente myndighed, hvis der er mistanke om markedsmisbrug.
- h) Der foreslås en udvidelse af definitionen af intern viden, hvorved udstedere af værdipapirer tillige skal betragte viden som intern viden, hvis denne viden om udstederen ikke generelt er tilgængelig for offentligheden, men som hvis den var tilgængelig for en fornuftig investor,

- der regelmæssigt handler på markedet, ville blive anset af den fornuftige investor som relevant i vurderingen af værdipapiret.
- i) I overensstemmelse med gældende regler foreslås det, at offentliggørelse af intern viden skal ske hurtigst muligt fra udstederen.
 - j) Det foreslås, at hvis udstederen vælger at udsætte offentliggørelsen af intern viden, skal udsættelsen indberettes til den kompetente myndighed. Ansvar for, om udsættelsen er berettiget, hviler dog fortsat på udstederen.
 - k) Det foreslås, at adgangen for udstedere til at udsætte offentliggørelse af intern viden udvides, således at en udsteder også kan anmode den kompetente myndighed om en udsættelse. En sådan godkendelse fra den kompetente myndighed forudsættes alene at blive givet, hvis den interne viden er *afgørende for den finansielle stabilitet* og udsættelsen er i *samfundets interesse*. I sådanne tilfælde får den kompetente myndighed ret til at tillade en kortvarig udsættelse.
 - l) Det foreslås, at insiderlister reguleres detaljeret, herunder at ESMA skal udarbejde et ”format”, der skal anvendes af udstedere i hele EU.
 - m) Det foreslås, at virksomheder handlet på SMV vækstmarkeder får lempeligere regler for udarbejdelsen og opdateringen af insiderlister.
 - n) Det foreslås, at ledende medarbejdere først skal foretage indberetning af transaktioner, når de ledende medarbejdere har handlet for EUR 20.000 i løbet af et år. I det nuværende markedsmisbrugsdirektiv skal ledende medarbejdere foretage indberetninger allerede, når de har foretaget transaktioner for EUR 5.000 i løbet af et år.
 - o) Det foreslås, at ESMA i forbindelse med opklaring af markedsmisbrugssager tildeles en koordinerende rolle, således at samarbejdet mellem de forskellige medlemslande sikres, samt at der udveksles relevante informationer.
 - p) Det foreslås, at der fastsættes minimumsregler for administrative beføjelser, herunder regler for administrativt pålagte sanktioner for overtrædelse af reglerne. Potentielle sanktioner idømt af Finanstilsynet kan eksempelvis være bøder på op til det dobbelte af den opnåede fortjeneste eller op til 10 % af et selskabs årsomsætning. For privatpersoner kan der være tale om bøder på op til EUR 5 mio. Som undersøgelsesbeføjelser skal Finanstilsynet bl.a. have ret til at fastfryse eller beslaglægge aktiver samt med dommerkendelse at få adgang til private lokaler med henblik på beslaglæggelse af dokumenter.
 - q) Afslutningsvis foreslås det efter amerikansk forbillede at styrke reglerne mod markedsmisbrug i EU ved at indføre passende beskyttelse af personoplysninger vedrørende personer, (whistleblowers), der indberetter formodet markedsmisbrug til Finanstilsynet. Herudover åbnes der op for muligheden for at give økonomiske incitamenter til personer, som forsyner kompetente

myndigheder med vigtige oplysninger, der fører til økonomiske sanktioner.

4. Europa-Parlamentets udtalelser

Europa-Parlamentet har endnu ikke startet behandlingen af forordningen vedrørende markedsmisbrug.

5. Nærhedsprincippet

Kommissionen

Kommissionen henviser i sin behandling af nærhedsprincippet til, at markedsmisbrug kan finde sted, uanset hvor det pågældende instrument er optaget til handel. Det betyder, at markedsmisbrug kan finde sted på andre markeder end det primære marked, dvs. det marked, hvor de finansielle instrumenter er optaget til handel. Markederne er globale, hvorfor handel kan finde sted i andre lande. Det er baggrunden for, at man ønsker fælles europæiske regler, således at det sikres, at medlemsstaterne ikke har forskellige regler, der medfører, at der fra køber og sælger af finansielle instrumenter spekuleres i, hvor der skal handles, fordi regler på et marked ikke er så restriktive som på andre markeder.

Regeringen

Da handlen i finansielle instrumenter foregår over landegrænser, er udgangspunktet, at opklaring af markedsmisbrugssager bedst sikres gennem ens regler i medlemsstaterne.

Ligeledes er ens regler nødvendige på europæisk niveau. I modsat fald flytter handlen til de steder, hvor reguleringen er mere lempelig.

Det er regeringens foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

6. Gældende dansk ret

Det tidligere markedsmisbrugsdirektiv er implementeret i lov om værdipapirhandel m.v. samt bekendtgørelse om markedsmisbrug. Bestemmelserne i markedsmisbrugsdirektivet er primært implementeret i lov om værdipapirhandel kapitel 7 og kapitel 10.

Værdipapirhandelslovens kapitel 7 vedrører de oplysningsforpligtelser som er pålagt udstedere af værdipapirer på et reguleret marked. Kapitel 7 vedrører endvidere reglerne om offentliggørelse af erhvervelse af handel med egne aktier og ledende medarbejders handel med værdipapirer i det pågældende sel-

skab. Slutteligt indeholder kapitel 7 regler om indberetning af køb og salg af større besiddelser af aktier i et selskab med aktier udstedt til handel på et reguleret marked.

Værdipapirhandelslovens kapitel 10 vedrører misbrug af intern viden, kursmanipulation og foranstaltninger til modvirkning af markedsmisbrug. Kapitel 10 indeholder således en definition af, hvad der skal forstås ved intern viden og regulering af de handlinger, som en person, der er i besiddelse af intern viden må foretage sig samt en regulering af, hvilke foranstaltninger et selskab med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked skal implementere for at forebygge medarbejderes udnyttelse af intern viden. Kapitel 10 indeholder endvidere en definition kursmanipulation og eksempler herpå.

7. Lovgivningsmæssige eller statsfinansielle konsekvenser

Da forslaget fremsættes som en forordning er den direkte anvendelig, dvs. har retskraft uden at være implementeret i dansk lovgivning. Det påregnes, at en række af de gældende bestemmelser i den danske værdipapirhandelslov m.v. vil skulle ophæves, samt at tilhørende bekendtgørelser vil skulle ophæves. Det drejer sig særligt om reglerne i kapitel 7 og kapitel 10 i lov om værdipapirhandel m.v., men ændringer andre steder i lov om værdipapirhandel mv. kan ikke udelukkes. Derudover skal markedsmisbrugsbekendtgørelsen ophæves (1179 af 11. oktober 2007). Vedtages forordningen, vil dette indebære, at markedsmisbrugsdirektiv 2003/6 ophæves.

I relation til værdipapirhandelsloven forventes følgende bestemmelser ophævet:

§ 27, stk. 1 - 6	Offentliggørelse af intern viden hurtigst muligt samt udsættelsesadgangen
§ 28a	Indberetninger af ledende medarbejders transaktioner
§ 28b	Regler om udarbejdelsen af investeringsanalyser
§ 34	Anvendelsesområdet for markedsmisbrug samt definition af intern viden
§ 35	Forbud mod insiderhandel
§ 36	Forbud mod videregivelse af intern viden
§ 37	Udarbejdelse og krav til insiderlister
§38	Definition af kursmanipulation
§39	Forbud mod kursmanipulation

På nuværende tidspunkt er det for tidligt at fastslå, hvilke konsekvenser forslaget vil have på reglerne om alternative markedspladser i lov om værdipapirhandel mv.

Som nævnt under pkt. 2 behandler Justitsministeriet direktivet om kriminelle sanktioner for overtrædelse af markedsmisbrugsreglerne i forordningen.

Forslaget til markedsmisbrugsforordningen vurderes at indebære yderligere ressourceanvendelse, idet anvendelsesområdet for markedsmisbrugsregler udvides. Den kompetente myndighed - i Danmark Finanstilsynet - vil få en større tilsynsforpligtigelse, idet der skal foretages en overvågning af nye handelsplatforme samt overvågning af flere typer af finansielle instrumenter. Derudover er der i forslaget lagt op til, at udsteder skal foretage nye indberetninger til Finanstilsynet, hvorfor der vil skulle foretages it-tilpasning af indberetningssystemer, ligesom disse indberetninger skal behandles.

Udgifterne til Finanstilsynets øgede ressourcebehov dækkes dog gennem bidrag fra institutterne i den finansielle sektor, som det er normal praksis for Finanstilsynet, hvorfor der ikke umiddelbart er statsfinansielle konsekvenser forbundet med ændringen.

8. Samfundsøkonomiske konsekvenser

Forslaget skønnes ikke at have væsentlige samfundsøkonomiske konsekvenser, men må dog antages at bidrage til mere velfungerende markeder til gavn for investorerne.

9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Forslaget vurderes at medføre mindre administrative konsekvenser for de virksomhedstyper, der driver den form for handelsplatform, der vil blive omfattet af forslaget. Derudover vil udstedere skulle foretage en indberetning til Finanstilsynet, når de udsætter offentliggørelse af intern viden. En lang række af de i forordningen omfattede administrative konsekvenser findes i dag i Værdipapirhandelsloven.

Der vil dog samtidigt være administrative lettelser for ledende medarbejdere, hvor grænsen for indberetninger sættes til EUR 20.000 mod tidligere EUR 5.000. Ledende medarbejdere vil således ikke skulle foretage indberetning i samme omfang som tidligere.

Derudover vil der være lempeligere regler for virksomheder, hvis værdipapirer er optaget til handel på et SMV-vækstmarked, specielt med hensyn til udarbejdelse af insiderlister.

Erhvervs- og Selskabsstyrelsen/Center for Kvalitet i Erhvervsreguleringen har følgende bemærkninger, for så vidt angår de administrative konsekvenser:

Administrative konsekvenser

For virksomhederne betyder forordningen, at reglerne ensrettes på tværs af landegrænser i Europa. Formålet med dette er at sikre, at virksomhederne får lettere ved at tilpasse sig lovgivning.

Med direktivet udvides lovgivningen til andre handelsplatforme, hvilket betyder, at flere virksomheder bliver berørt af reguleringen. Finanstilsynet oplyser dog, at der kun er tale om enkelte banker, som yderligere omfattes i Danmark. I forordningen er der en lang række af tiltag, som skal forbedre myndighedernes mulighed for at sanktionere markedsmissbrug. Finanstilsynet oplyser dog, at langt størstedelen af kravene allerede eksisterer i dansk lovgivning. Reglerne for offentliggørelse af lederes transaktioner ændres, således at ledende medarbejdere skal lave indberetninger for transaktioner med en værdi på over EUR 20.000 årligt mod EUR 5.000 tidligere. Det betyder, at de ledende medarbejdere skal lave langt færre indberetninger, hvilket derfor reducerer de administrative byrder.

Ydermere skal virksomheder offentliggøre lister med personer, som besidder insider-viden, for at undgå insider-handler. Små og mellemstore virksomheder (dvs. virksomheder med under 250 ansatte samt en omsætning på under EUR 50 mio. er dog undtaget fra denne regel.

CKR finder det positivt, at der er opmærksomhed på særlige fritagelser fra krav for små og mellemstore virksomheder, herunder særlige fritagelser fra lister og lederes transaktionsrapporter. Kommissionen oplyser, at der forventes en lettelse for små og mellemstore virksomheder på EUR 1,8 mio. i hele EU.

CKR vurderer, at omstillingsomkostninger vil være små. Yderligere vurderer CKR, at de løbende administrative byrder for virksomhederne ligeledes vil være begrænsede, idet de fleste af kravene allerede findes i dansk lovgivning samt kun få virksomheder bliver yderligere omfattet.

10. Høring

Forslaget har været sendt i høring, og der er modtaget i alt 4 høringssvar.

Rederiforeningen støtter forslaget, forudsat at der ikke åbnes op for realitetsgrundsætningen³ igen. Den foreslåede regulering af udsættelsesadgangen

³ Ved realitetsgrundsætningen forstås, at et selskab skal offentliggøre intern viden umiddelbart efter, at forholdet foreligger eller den pågældende handling er sket. Dette medfører, at der eksempelvis ikke skal offentliggøres oplysninger om løbende forhandlinger. Ofte vil

kunne indikere, at man forventer et tidligere offentliggørelsestidspunkt, end vi har i DK. Og at de nævnte insiderlister ikke medfører øgede administrative byrder for virksomhederne.

Dansk Aktionærforening er meget positiv over for de forbedringer af forbrugerbeskyttelsen, som Kommissionens forslag indebærer. De private investorer har behov for ændringer af EU-lovgivningen af den karakter, som Kommissionen har foreslået. Dansk Aktionærforening finder, at Danmark bør arbejde for, at forordningens regler ikke medfører en lempelse i forhold til de nugældende danske regler.

Forhøjelsen af grænsen for hvornår ledende medarbejdere skal indberette transaktioner, til 20.000 EUR i løbet af et år forekommer, at være en høj grænse i et land som Danmark, hvor nogle af de børsnoterede selskaber er ret små.

Realkreditforeningen bemærker, at der i forslaget til forordningen er fastsat specifikke bøderammer. Det er Realkreditforeningens vurdering, at forordningen ikke skal fastlægge bødeniveauet. Bødeniveauet bør som i dag fastlægges nationalt. Realkreditforeningen har ikke herudover bemærkninger til udkastet.

Finansrådet og Børsmæglerforeningen har fremsendt følgende svar:

Overordnet set er det foreningernes vurdering, at forordningen i store træk er tiltænkt som en videreførelse af den materielle regulering fra markedsmissbrugsdirektivet. For at undgå usikkerhed omkring retsstillingen havde foreningerne dog gerne set, at forslaget videreførte de bestemmelser, som indeholder specifikke undtagelser om accepteret markedspraksis fx præambel 31 fra markedsmissbrugsdirektivet om investeringsanalyser, der dagligt benyttes af markedsdeltagerne.

Foreningerne har herudover følgende specifikke bemærkninger til notatet og forordningsforslaget:

Intern viden og offentliggørelsen heraf

Forslaget synes at udvide definitionen af intern viden i forhold til, hvad der efter de gældende regler i værdipapirhandelsloven anses for at være intern viden. Af Kommissionens forklarende notat, afsnit 3.4.2.1, er der angivet eksempler, og forordningsforslagets artikel 6, 1. (e) synes derfor at skulle læses som om, intern viden også omfatter oplysninger, som ikke vil have nogen kurspåvirkning, hvis de blev offentliggjort. Det forhold, at enhver oplysning, som en fornuftig investor ville anse for relevant ved fastlæggelsen af betingelserne for en handel, bliver til intern viden, er efter foreningernes

underskriftstidspunktet være afgørende for, hvornår der skal ske offentliggørelse, men kan i visse tilfælde være tidligere, eksempelvis hvis underskriften alene er en formalitet.

opfattelse yderst uhensigtsmæssig og vil gøre det vanskeligt for udstedere at overholde kravene til håndtering af intern viden.

Artikel 12, som indeholder pligten for udstedere til at offentliggøre intern viden, fastslår, at udsteder hurtigst muligt skal offentliggøre intern viden. Denne pligt gælder dog ikke, jf. artikel 12, 3., oplysninger, som alene anses for intern viden ud fra den betragtning, at en fornuftig investor ville inddrage oplysningen i sin investeringsbeslutning. Det er foreningernes vurdering, at artikel 12, som følge af den ændrede definition af intern viden, ikke svarer til de gældende regler for offentliggørelse af intern viden hverken i markedsmissbrugsdirektivet eller værdipapirhandelsloven.

Af præambel 14 fremgår det, at forbuddet mod insiderhandel indtræder, inden en udsteder er forpligtet til at offentliggøre den interne viden. Denne udmelding synes at harmonere med den danske fortolkning af både forbuddet mod insiderhandel og udsteders oplysningspligt, og foreningerne vil foreslå, at Danmark arbejder for, at forordningens artikel 6 og 12 præciseres i overensstemmelse hermed.

Forbuddet mod insiderhandel

Artikel 7 viderefører forbuddet mod insiderhandel fra det nugældende markedsmissbrugsdirektiv. Forordningen indeholder dog ikke en detaljeret afgrænsning af forbuddets rækkevidde, hvilket kunne have været nærliggende henset til den seneste tids retspraksis fra blandt andet EU-domstolen. Retskildeværdien af afgørelser som fx sagen Spector Photo Group NV (C-45/08), der harmonerer med vores danske fortolkning, som beskrevet i insiderudvalgets betænkning (betænkning nr. 1521/2010), er tvivlsom i forhold til den nye forordning. Foreningerne kan derfor frygte, at der med forordningen vil opstå en usikkerhed med hensyn til, om der findes situationer, hvor det ikke vil være en overtrædelse af forbuddet medmindre insideren misbruger den interne viden.

Forsøg på markedsmissbrug

Artikel 9 og 10 fastslår, at forsøg på henholdsvis insiderhandel og kursmanipulation (markedsmissbrug) også er forbudt, hvilket foreningerne er positive overfor. Imidlertid fremgår det af artikel 11, at der er en pligt til at indberette oplysninger til tilsynsmyndighederne, hvis man har mistanke om, at der er begået forsøg på markedsmissbrug. Foreningerne ønsker denne pligt begrænset, således at der alene er pligt til at indberette, når man har mistanke om, at der er begået markedsmissbrug svarende til indberetningspligten efter de nugældende regler.

Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Det er foreningernes vurdering, at forslaget vil have administrative konsekvenser ikke alene for de virksomheder, der driver handelsplatforme, men også for både udstedere og markedsdeltagere generelt. Desuden har foreningerne vanskeligt ved at se, at virksomhederne i dag er omfattet af strengere indberetningskrav, end der lægges op til i forslaget, hvorfor de nye indberetningskrav også forventes at få administrative konsekvenser for virksomhederne.

11. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Størstedelen af landene udtrykker enighed i nødvendigheden af et fornyet regelsæt, herunder udvidelsen af anvendelsesområdet. Det forventes således, at et flertal af lande i vidt omfang kan støtte forslaget til forordning i dens nuværende form.

Vedrørende *definitioner og anvendelsesområde*, tilkendegiver flere lande, at der er tale om meget brede definitioner. Et af de større lande tilslutter sig dog de brede definitioner under hensyn til, at sådanne er væsentlige for at kunne opnå formålet med direktivet.

I relation til forbuddet mod *insiderhandel og oplysningskrav* bemærker visse lande, at forordningen har meget tæt tilknytning til MiFID/MiFIR, hvorfor der kræves en nær sammenhæng og koordinering mellem forhandlinger vedr. direktiv henholdsvis forordningen om markedsmissbrug i relation til anvendelsesområdet.

Henset til de administrative beføjelser, som *tillægges de kompetente myndigheder og ESMA*, foreligger der endnu ikke klare tilkendegivelser fra landene. Det er forventningen, at det kan blive et vigtigt emne i de kommende forhandlinger. Således har flere større lande givet udtryk for, at de undersøgelses- og sanktioneringsbeføjelser, som i forordningen tillægges de kompetente myndigheder, efter deres opfattelse er et udtryk for det minimum af beføjelser, som er nødvendige for, at de kompetente myndigheder på tilstrækkeligt grundlag kan efterforske og sanktionere markedsmissbrug.

Andre lande, herunder et stort land har imidlertid tilkendegivet, at man finder at visse af de administrative beføjelser går meget vidt.

Angående de *administrative sanktioner* samt disses størrelse forventes en række lande at være tøvende, idet sådanne administrative sanktioner i den angivne størrelsesorden er hidtil uset i disse lande. Andre lande er imidlertid positive over for sanktionernes størrelse. Dette hænger sammen med, at disse lande i dag opererer med bøder i den angivne størrelsesorden.

Flere lande udtrykker i relation til de administrative sanktioner bekymring for, hvorledes man med et direktiv om kriminelle sanktioner og adgangen til administrativt fastsatte sanktioner i forordningen vil sikre, at der ikke sker sanktionering af den samme overtrædelse to gange.

12. Regeringens foreløbige generelle holdning

Danmark støtter Kommissionens forslag til et fælles og harmoniseret regelsæt på området for markedsmissbrug. Det er regeringens ønske at forsøge at genskabe/øge tilliden til markederne samt investorbeskyttelsen, således at det fremadrettet sikres, at markederne bedre kan modstå eller håndtere kriser. Hertil kommer, at hindring af markedsmissbrug sikrer en bedre prisdannelse på markedet og tjener til at beskytte investorerne.

Da flere af de forventede elementer i forslaget allerede er gældende ret i Danmark, har man fra dansk side en interesse i at fremme forslaget med henblik på at skabe et level playing field i EU.

Regeringen vil i forhandlingerne arbejde for, at der opnås en for virksomhederne operationel og håndterbar hverdag således, at der ikke pålægges unødvendige byrder eller vanskeligt håndterbare definitioner. Dette gør sig særligt gældende i relation til den udvidede definition af intern viden, hvor der fra regeringens side vil blive arbejdet for en definition, som på balance-ret vis opretholder markedets behov for viden med udstedernes behov for at kunne operere med reglerne i deres daglige håndtering af regelsættet.

13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Forslaget har ikke tidligere været forelagt Folketingets Europaudvalg.