

Bestemmelsens første led stiller krav om, at de begivenheder eller forhold, som oplysningen vedrører, skal være indtrådt eller foreligge, eller med rimelighed kunne forventes at komme til at indtræde eller foreligge i fremtiden. Løse og udokumenterede rygter og andre former for usikker viden vil således ikke kunne udgøre intern viden. Omvendt kan en oplysning være specifik, selv om de forhold eller begivenheder, som oplysningen vedrører, senere viser sig ikke at foreligge eller indtræde. En oplysning om igangværende fusionsforhandlinger involverende et børsnoteret selskab vil således kunne være intern viden, uanset at det senere viser sig, at fusionen ikke gennemføres.

Bestemmelsens andet led stiller krav om, at oplysningen skal være tilstrækkelig præcis til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller begivenheders indvirkning på kursdannelsen. Kravet medfører, at oplysninger af vag og generel karakter ikke udgør intern viden. Uanset at en oplysning vedrører flere forhold eller begivenheder, hvoraf kun nogle er af præcis karakter, kan oplysningen, i det omfang den vedrører præcise forhold, stadig anses som intern viden. F.eks. vil en oplysning om et kommende overtagelsestilbud kunne være intern viden, uanset at der endnu ikke foreligger præcise oplysninger om prisen. Oplysninger, der vedrører forhold eller begivenheder, der fremtræder som alternativer, vil ligeledes kunne være præcise. En oplysning om et kommende overtagelsestilbud på et ud af to børsnoterede selskaber vil således kunne udgøre intern viden, uanset at det ikke står klart hvilke af de to selskaber, der vil blive genstand for overtagelsestilbudet.

Bestemmelsen i *stk. 3, nr. 2*, afgrænser nærmere, hvad der forstås ved begrebet "oplysninger som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer".

Vurderingen af, hvorvidt en given oplysning, der ikke er offentliggjort, må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, må foretages med baggrund i de oplysninger, som forelå på det tidspunkt, hvor insideren foretager den i forhold til insiderforbuddene relevante disposition. Omfanget af den faktiske kursændring efter, at oplysningen offentliggøres, er således i princippet uden betydningen for vurderingen af, om der er tale om intern viden.

Bestemmelsen fastslår, at der, ved vurderingen af om en oplysning kan antages at få mærkbar betydning for kursdannelsen, skal lægges vægt på den forventede adfærd hos en fornuftig investor, dvs. en investor der tænker og handler på rationel vis. Det afgørende er, om der er tale om oplysninger, som en sådan inve-

stor sandsynligvis ville tage i betragtning som en del af grundlaget for sin investeringsbeslutning. Der ligger ikke heri noget krav om, at oplysningerne skal have været bestemmende eller udslagsgivende for investeringsbeslutningen.

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 4* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, tredje afsnit, der omhandler den såkaldte "frontrunning". Med bestemmelsen foreslås det præciseret, at en værdipapirhandler eller dennes ansattes viden om en kundes planer om køb eller salg af et bestemt værdipapir kan udgøre intern viden, såfremt oplysningerne i øvrigt opfylder betingelserne i *stk. 2* og *3*. Bestemmelsen vil således kunne forhindre en værdipapirhandler i at handle med et værdipapir, efter at værdipapirhandleren fra en kunde har fået kendskab til dennes endnu ikke offentliggjorte planer om køb eller salg af det pågældende værdipapir. Sådan viden er allerede efter den gældende lov omfattet af begrebet intern viden. Den foreslåede bestemmelse i *stk. 4* har derfor alene til formål at sikre en korrekt gennemførelse af markedsmisbrugsdirektivets bestemmelse herom.

Bestemmelsen i den gældende lovs § 34, *stk. 4*, der definerer kredsen af såkaldte primære insidere, foreslås ophævet. Bestemmelsen har betydning for afgrænsningen af den gældende lovs regler om udarbejdelse af interne regler, insiderlister og for reglerne om insiderregisteret. Som følge af gennemførelsen af markedsmisbrugsdirektivet er det nødvendigt, at disse bestemmelser i den gældende lov ændres eller ophæves. Da bestemmelsen i den gældende lovs § 34, *stk. 4*, herefter ikke længere har nogen selvstændig betydning, foreslås den ophævet.

Forslaget til bestemmelsen i *stk. 5, 1. pkt.*, gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 1, nr. 1, andet afsnit, som fastsætter en speciel definition af intern viden for så vidt angår råvareinstrumenter. Råvareinstrumenter er afledte finansielle instrumenter, hvis værdi afhænger af nærmere bestemte råvarepriser eller råvareprisindeks uden hensyntagen til, om de er med fysisk levering eller kontant afregning.

Årsagen til, at det i markedsmisbrugsdirektivet er fundet nødvendigt at fastsætte en speciel definition af intern viden for så vidt angår råvareinstrumenter, er, at markederne for handel med råvareinstrumenter adskiller sig fra andre værdipapirmarkeder på en række punkter. Til forskel fra lovens almindelige definition stilles der ikke ved afgrænsningen af specialdefinitionen for råvareinstrumenter krav om, at oplysningerne skal kunne antages at medføre en mærkbar kurspåvirkning eller være af specifik karakter. Det afgørende