

er i stedet, om der er tale om oplysninger, som brugere af det pågældende marked forventer at modtage.

Bestemmelsen i *stk. 5, 2. pkt.*, gennemfører artikel 4 i Kommissionens tredje direktiv om accepteret markedspraksis m.v. Det er i den foreslåede bestemmelse nærmere præciseret, hvilke oplysninger brugere af markeder for råvareinstrumenter forventer at modtage. De oplysninger, som de (oftest professionelle) brugere af disse markeder forventer at modtage, varierer stærkt mellem de enkelte markeder og beror i høj grad på, hvad der er praksis for på markederne. Afgrænsningen af, hvad der forstås ved intern viden på sådanne markeder, skal derfor ske ud fra, hvilke oplysninger brugerne af det pågældende marked normalt tilføres eller skal tilføres i kraft af bestemmelser om offentliggørelsespligt i lov, bekendtgørelse eller det pågældende markeds egne regelsæt.

#### Til § 35

Den foreslåede bestemmelse i *stk. 1* gennemfører markedsmisbrugsdirektivets artikel 2, stk. 1 og 2, og indeholder forbuddet mod insiderhandel. Bestemmelsen svarer til den gældende lovs § 35, stk. 1.

Den særlige regel om værdipapirhandleres medvirken i den gældende lovs § 35, stk. 2, foreslås ophævet. Af bestemmelsen i den gældende lov følger, at såfremt en værdipapirhandler har viden eller formodning om, at den, der ønsker at købe eller sælge værdipapirer, er i besiddelse af intern viden, må værdipapirhandleren ikke medvirke til handelens gennemførelse. Bestemmelsen i den gældende lov har til formål at vanskeliggøre handel med værdipapirer foretaget af værdipapirhandleres kunder på baggrund af intern viden. Dette præventive formål varetages efter forslaget i stedet af de foreslåede regler i § 37, stk. 6 og 7, hvorefter værdipapirhandlere og disse virksomheders ansatte får pligt til at underrette Finanstilsynet, hvis de medvirker til gennemførelse af transaktioner, hvor det med rimelighed kan antages, at der kan foreligge insiderhandel eller kursmanipulation. Den gældende lovs § 35, stk. 2, foreslås på den baggrund ophævet. I stedet foreslås det i loven at indsætte en bestemmelse, hvorefter en værdipapirhandler og værdipapirhandlerens ansatte, der har viden eller formodning om, at en kunde er i besiddelse af intern viden, ikke vil kunne ifalde ansvar for medvirken til insiderhandel i tilfælde, hvor der blot foretages en loyal udførelse af en kundes ordre, jf. nærmere forslaget til bestemmelsen i *stk. 3*.

I de indledende betragtninger 29 og 30 til markedsmisbrugsdirektivet samt i direktivets artikel 2, stk. 3, er nævnt tre eksempler på situationer, som ikke i sig selv bør betragtes som insiderhandel. Med den fore-

slåede bestemmelse i *stk. 2* gennemføres disse undtagelser til forbuddet mod insiderhandel i dansk ret.

Det første eksempel er beskrevet i markedsmisbrugsdirektivets betragtning 29 og gennemføres med forslaget til bestemmelsen i *nr. 1*. Den foreslåede bestemmelse vedrører brug af intern viden om et andet selskab i forbindelse med fremsættelse af et offentligt købstilbud med det formål at få kontrol over eller at foreslå en fusion med det andet selskab. I forbindelse med forhandlinger om virksomhedsovertagelse og fusion er det normal praksis, at potentielle købere i samarbejde med deres rådgivere, forinden et ikke-fjendtligt overtagelsestilbud fremsættes, foretager en detaljeret undersøgelse (en såkaldt due diligence) af målselskabet. I forbindelse med en sådan undersøgelse er der risiko for, at den potentielle køber kommer i besiddelse af intern viden.

Som konsekvens heraf er den potentielle køber afskåret fra at handle med aktierne i målselskabet, indtil eventuelt intern viden, som den potentielle køber er kommet i besiddelse af, er offentliggjort. Hvis resultatet af den foretagne due diligence bliver negativt, og der ikke fremsættes noget købstilbud, må den undersøgende part og dennes rådgivere derfor afvente offentliggørelsen af den interne viden, forinden der foretages handel med målselskabets aktier. Det samme gælder i perioden op til offentliggørelsen af et eventuelt købstilbud.

Forbuddet mod insiderhandel forhindrer dog ikke fremsættelse og gennemførelse af et offentligt købstilbud i en sådan situation, hvilket er præciseret med den foreslåede bestemmelse i *nr. 1*. Investorernes interesser varetages i en sådan situation på anden vis end ved offentliggørelse af den interne viden. Ved fremsættelse af et offentligt købstilbud varetages interesserne for aktionærerne i målselskabet bl.a. ved reglerne i lovens §§ 31-32 om tilbudspligt og udarbejdelse og offentliggørelse af et tilbudsdokument. Risikoen for, at aktionærernes interesser skades, fordi de ikke har adgang til den interne viden, som tilbudsgiver måtte være kommet i besiddelse af ved en forudgående due diligence, er derfor ringe. Indholdet af den interne viden må antages at blive taget i betragtning af tilbudsgiver ved fastsættelsen af den pris, som aktionærerne tilbydes. Derudover følger det af bekendtgørelse nr. 827 af 10. november 1999 om tilbudspligt, om frivillige overtagelsestilbud samt om aktionærers oplysningsforpligtelser, 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 i målselskabet er ved udarbejdelsen af rede-