

# News & Updates

## Capital Markets



Nye regler om markedsmisbrug

### Nye regler om markedsmisbrug

#### Baggrund og betydningen for dansk ret

Med virkning fra den 3. juli 2016 vil den nuværende regulering af markedsmisbrug i værdipapirhandelsloven ("VPHL") blive erstattet af en ny markedsmisbrugsforordning, nr. 596/2014 ("MAR"), som har direkte virkning i alle EU lande. Det må antages, at reglerne også vil blive implementeret i EØS landene (Norge, Island og Lichtenstein).

MAR medfører både en række indholdsmæssige og lovtekniske ændringer. Der vil som følge af MAR's ikrafttræden skulle foretages omfattende ændringer af VPHL (primært kap. 7 og 10) og tilhørende bekendtgørelser. Samtidig vil implementeringen af MiFID II kræve omfattende ændringer af bl.a. den gældende danske værdipapirregulering.

Finanstilsynet har som følge heraf igangsat en omfattende revision af VPHL, som fra januar 2017 forventes erstattet af en ny "lov om kapitalmarkeder". En pakke med udkast til de relevante lovforslag er sendt i høring af Finanstilsynet den 16. november 2015. Ifølge [Regeringens lovprogram 2015/16](#), forventes lovforslaget fremsat i februar 2016.

Samtidig er det meningen, at der skal gælde en midlertidig overgangslov fra juli 2016, hvor MAR finder anvendelse, til januar 2017, hvor hovedparten af ikke implementerede dele af MiFID II skal være implementeret, og den samlede nye lov om kapitalmarkeder forventes at træde i kraft.

MAR indeholder de overordnede regler og principper for reguleringen af markedsmisbrug, mens en række mere detaljerede nye regler ([tekniske standarder](#)) vil blive reguleret af såkaldte "niveau 2" forordninger, hvilket kan sammenlignes med danske bekendtgørelser.

Derudover vil den europæiske tilsynsmyndighed ESMA udstede vejledninger og et Q&A-dokument til forståelse af reglerne ("niveau 3" regulering). Niveau 2 og niveau 3 reguleringen foreligger endnu ikke i endelig form, men ESMA har udarbejdet anbefalinger til niveau 2 regler, som skal implementeres af Kommissionen.

#### MAR - De væsentligste ændringer

Nedenfor gennemgås de væsentlige ændringer i dansk børs- og kapitalmarksret, som MAR medfører.

#### Udvidet anvendelsesområde

MAR's anvendelsesområde er i forhold til de gældende regler udvidet til, ud over værdipapirer handlet på regulerede markeder, også at omfatte:

- (i) Værdipapirer handlet på en multilateral handelsfacilitet (f.eks. Nasdaq First North) eller en organiseret handelsfacilitet (en ny type handelsplatform introduceret ved MiFID II).
- (ii) Finansielle instrumenter, hvis kurs eller værdi afhænger af værdipapirer handlet på et reguleret marked eller et af de under (i) beskrevne værdipapirer.
- (iii) Emissionskvoter og andre auktionsprodukter.

Derudover regulerer MAR også kursmanipulation af spotkontrakter vedrørende råvarer, visse derivatkontrakter og benchmarks (f.eks. LIBOR).

MAR har desuden eksterritorial virkning og finder derfor anvendelse, uanset om (i) handlingen eller undladelsen sker inden for eller uden for EU, og (ii) handlerne forgår over en markedsplads.

#### Definitionen af "intern viden"

MAR viderefører i vidt omfang den nuværende definition af intern viden, der følger af [markedsmisbrugsdirektivet](#), nr. 6/2003 og som er implementeret i VPHL. Det er dog på baggrund af EU-domstolens dom i [Markus Geltl v Daimler AG](#) præciseret, at hvert enkelt mellemliggende trin i et hændelsesforløb i sig selv kan udgøre intern viden.

Derudover er der pt. usikkerhed om den del af definitionen af intern viden, der kræver, at denne skal være "mærkbar", da dette begreb har været fortolket forskelligt i de enkelte EU lande. Det forventes, at ESMA i deres niveau 3 vejledning vil præcisere nærmere, hvordan begrebet skal forstås.

Plesner vil vende tilbage med opdatering herom, når der foreligger en klarere forståelse heraf.

#### Offentliggørelse af intern viden

For så vidt angår offentliggørelse af intern viden vil der muligvis ske en væsentlig ændring. Den endelige version af MAR gør muligvis op med "realitetsgrundsætningen", som i dag er gældende i dansk ret, og hvorefter informationer kan være intern viden, inden at de skal offentliggøres.

# News & Updates

## Capital Markets

Efter realitetsgrundsætningen skal intern viden om f.eks. et forhandlingsforløb først offentliggøres, når forhandlinger leder til et egentlig resultat. Dette vil dog muligvis ikke længere være muligt under MAR, hvorefter al information, der vedrører den enkelte udsteder, som udgangspunkt skal offentliggøres på det tidspunkt, hvor den kvalificerer sig som intern viden. Finanstilsynet har på nuværende tidspunkt ikke officielt forholdt sig til problemstillingen.

I henhold til MAR vil offentliggørelse af intern viden, der ikke er en realitet og ikke ønskes offentliggjort, fremover skulle udsættes i henhold til udsættelsesadgangen, der vil gælde under MAR. Adgangen til udsættelse af offentliggørelsen af intern viden under MAR forventes dog at være mere vidtgående end de nuværende regler om udsættelse.

Det er i MAR i overensstemmelse med gældende retspraksis præciseret, at der potentielt kan være en selvstændig pligt til at offentliggøre intern viden i forbindelse med hvert mellemliggende trin i en proces. I tilknytning til dette er det præciseret i MAR, at der kan ske udsættelse af offentliggørelsen af intern viden om hvert enkelt trin i en sådan proces.

Udgangspunktet i MAR er, at udstederne fremover i de tilfælde, hvor udsættelsesadgangen har været benyttet, vil skulle indsende en indberetning til Finanstilsynet indeholdende (i) en meddelelse om at der er sket udsættelse af offentliggørelsen af intern viden, og (ii) en skriftelig redegørelse med information om selve udsættelsen og baggrunden herfor.

Finanstilsynet har dog efter MAR mulighed for at implementere reglerne således, at der kun skal ske indsendelse af en redegørelse om udsættelsen, såfremt Finanstilsynet beder om oplysninger herom (punkt (ii)) - dog skal der altid ske meddelelse om, at der er sket udsættelse, og redegørelsen skal samtidig udarbejdes, således at denne kan fremsendes til Finanstilsynet ved påkrav herom.

Det vides endnu ikke, om Finanstilsynet vil implementere reglerne på denne måde, som man eksempelvis planlægger at gøre det i Storbritannien. Gennemføres det lovforslag, der er sendt i høring, uændret, vil de nærmere regler om udsættelse af offentliggørelse af intern viden blive fastsat i en bekendtgørelse.

### *Insiderlister og ledende medarbejderes transaktioner*

Som følge af MAR's udvidelse af anvendelsesområdet for reglerne vil flere personer og virksomheder blive omfattet af krav om førelse af insiderlister, reglerne om ledende

medarbejderes indberetning af transaktioner samt nye regler om handelsvinduer for ledende medarbejdere.

### *Insiderlister*

De grundlæggende principper for reglerne om førelse af insiderlister videreføres i høj grad uændret. Der sker dog en række tekniske ændringer, der i praksis vil betyde, at omfattede virksomheder vil skulle ændre deres interne regler og arbejdsgange. Vigtigst er indførelsen af nye fælles europæiske standardskemaer, der skal benyttes ved udarbejdelsen af insiderlister. De nye lister skal indeholde yderligere informationer i forhold til, hvad der er påkrævet i dag.

### *Indberetning af ledende medarbejderes transaktioner*

Der vil ske visse ændringer i reglerne om indberetning af ledende medarbejderes transaktioner.

Fremover skal den ledende medarbejder således sende en meddelelse til selskabet samtidig med, at den ledende medarbejder indberetter transaktionen til Finanstilsynet. Selskabet skal herefter udsende en meddelelse om indholdet af indberetningen. MAR giver dog også mulighed for, at Finanstilsynet kan offentliggøre informationerne. Finanstilsynet har tilsyneladende valgt sidstnævnte løsning, da det af lovforslaget, der er sendt i høring, fremgår, at det forventes, at indberetning af ledende medarbejderes transaktioner også efter ikrafttrædelsen af MAR skal indberettes elektronisk ved brug af digital signatur (NemID) til Finanstilsynets database for selskabsmeddelelser, hvor også fuldmagter som ved de nuværende regler kan anvendes.

Tidsfristen for indberetning forlænges fra to til tre hverdage. Der gives mulighed for, at der inden for tidsfristen kan indberettes flere transaktioner på samme indberetning.

Finanstilsynet har lagt op til at Danmark vil benytte den i MAR fastsatte mulighed for at hæve bundgrænsen for ledende medarbejderes indberetning fra EUR 5.000 til EUR 20.000.

### *Regler for ledende medarbejderes handel med selskabets værdipapirer*

Som noget nyt introduceres "blackout perioder" for ledende medarbejderes handel med selskabets værdipapirer i fire uger op til offentliggørelse af en regnskabsmeddelelse. Sådanne handelsvinduer kendes allerede i dag fra Nasdaq Copenhagens regler, men som noget nyt vil de fremgå direkte af lovgivningen. Derudover vil kravene om udarbejdelse af interne regler for handel med udsteders værdipapirer

# News & Updates

## Capital Markets

rer blive ophævet, da dette var en dansk særregel, der ikke var baseret på regler i det nuværende markedsmisbrugsdirektiv.

### *Insiderhandel/videregivelse af intern viden*

Som noget nyt vil der fremover være forbud mod at slette og ændre handelsordrer, da dette vil blive betragtet som insiderhandel. Herudover kodificeres det, at der skal være tale om brug af den interne viden, før der sker en overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel. Der introduceres desuden mulighed for et "*Chinese walls defence*", hvorefter tilstrækkelige og effektive interne ordninger og procedurer kan sikre, at der kan ske handel, uden at dette vil være insiderhandel.

### *Kursmanipulation ("marketsmanipulation")*

Reglerne om kursmanipulation (som i den danske oversættelse af MAR betegnes "marketsmanipulation"), viderefører de gældende regler, der dog fremover også vil dække alle de nye former for finansielle instrumenter og handelsplatforme nævnt ovenfor. Herudover har man som konsekvens af den teknologiske udvikling lavet særlige regler for algoritmiske handelsstrategier og højfrekvenshandelsstrategier og præciseret, hvornår sådan handel kan udgøre kursmanipulation. ESMA skal udarbejde og ajourføre en liste over eksempler på, hvad der kan udgøre kursmanipulation.

### *Markedssonderinger ("Market Soundings")*

MAR introducerer et helt nyt "safe-harbour" system til, hvordan intern viden lovligt kan videregives i forbindelse med sonderinger angående transaktioner med værdipapirer omfattet af MAR (f.eks. i forbindelse med overtagelsestilbud, fusioner, blokhandler m.v.), med henblik på at vurdere potentielle investorers interesse i en mulig transaktion og de vilkår, der knytter sig hertil.

MAR og de underliggende retsakter fastsætter nærmere betingelser for markedssonderinger. De endelige detaljer for reglerne kendes endnu ikke, men blandt markedsaktører er der udtrykt frygt for, at reglerne vil blive uflexible.

Som en del af det nye regelsæt indføres der krav om førelse af en fortegnelse over personer, der er blevet "sounded", samt personer der har meddelt, at de aldrig vil "soundes". I praksis vil aktører, der i dag fører insider lister i forbindelse med transaktioner, også blive pålagt at føre såkaldte "sounding lists". Det er skal bemærkes, at de formelle krav også vil gælde, selvom der gives informationer, der ikke er intern viden.

Disse nye regler vil få stor praktisk betydning i markedet, og Plesner vil følge op vedrørende implementeringen heraf.

### *Stabilisering og tilbagekøbsprogrammer*

Indholdet af "safe-harbour" reglerne i MAR vedrørende stabilisering af aktier og tilbagekøbsprogrammer vil i høj grad være en videreførelse af de nugældende regler. Der er dog sket mindre præciseringer og småændringer - eksempelvis at offentliggørelse af transaktioner kan ske samlet på daglig basis og at der kommer mere klare regler for udregning af handelspris.

### *Investeringsanalyser*

Der ændres ikke på de grundlæggende principper for reguleringen af udarbejdelse og udbredelse af investeringsanalyser. Der sker dog en udvidelse af den omfattede personkreds. Fremover vil professionelle investorer og andre personer med en vis analyse- eller investeringserfaring, der via f.eks. sociale medier kommer med investeringsanbefalinger, også være omfattet af det nye regelsæt.

For så vidt angår investeringsanalyser kommer der en række nye indholdsmæssige krav, f.eks. skal det tidspunkt på dagen, hvor en investeringsanalyse offentliggøres, anføres i analysen. Derudover kommer der nye skrapere regler for offentliggørelse af besiddelse af positioner i udstederen af de værdipapirer, investeringsanalysen handler om, som vil følge systemet, der kendes fra offentliggørelse af positioner i henhold til short-selling forordningen.

### *Nye regler om myndigheders beføjelser, administrative beføjelser og straf*

Der sker med MAR en udvidelse og stramning af de nationale myndigheders beføjelser (i Danmark: Finanstilsynet), herunder blandt andet i relation til udlevering af oplysninger og adgang til at kræve adgang til lokaler.

I sammenhæng med MAR er der vedtaget et [EU direktiv om strafferetlige sanktioner for markedsmisbrug](#), nr. 57/2014, der, i forhold til de nugældende danske regler, primært vil skærpe strafferammen for uretmæssig videregivelse af intern viden fra halvandet års fængsel til to års fængsel. Direktivet forventes implementeret i dansk ret.

De relevante myndigheder tillægges herudover retten til at pålægge en række administrative sanktioner, herunder betragtelige bøder, for (uagtet) overtrædelse af forbuddene mod insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern

# News & Updates

## Capital Markets

viden og kursmanipulation. De enkelte lande kan dog vælge at fastsætte strafferetlige sanktioner i stedet. Det forventes, at overtrædelse af forordningen i dansk ret vil blive sanktioneret strafferetligt.

I den forbindelse kan det nævnes, at MAR indeholder krav om maksimale administrative bøder, der er af en helt anden størrelse end niveauet i gældende dansk retspraksis. Da de administrative sanktioner ikke vil finde direkte anvendelse i Danmark, er det endnu uvist, hvilken påvirkning niveauet vil have på dansk ret, men der ikke tvivl om, at det på sigt må forventes, at de strafferetlige sanktioner for overtrædelse af MAR vil blive hårdere, end hvad praksis har været for overtrædelse af de tilsvarende regler i VPHL.

### *Krav om Whistleblower-ordning*

Medlemsstaterne bliver forpligtet til lave whistleblower-ordninger for virksomheder, der er underlagt finansiel regulering. Herunder vil der være mulighed for at give whistleblowers incitament til at stå frem. Finanstilsynet har lagt op til at implementere dette ved at justere de eksisterende whistleblower-regler i VPHL.

### *Yderligere oplysninger*

Alle børsnoterede selskaber vil skulle gennemgå deres interne arbejdsgange og interne regler. Desuden vil øvrige aktører, der kommer i berøring med MAR, skulle tilpasse sig de nye regler. Vi vil løbende følge og informere om udviklingen i takt med, at reglernes endelige indhold kendes nærmere.

# News & Updates

## Capital Markets

### Kontakt

Micha Fritzen  
advokat, partner  
mfr@plesner.com

Thomas Holst Laursen  
advokat, partner  
thl@plesner.com

Nicolai Ørsted  
advokat, partner  
nor@plesner.com

Jacob Christensen  
advokat, partner  
jch@plesner.com

De ovennævnte personer kan også kontaktes på telefon 33 12 11 33.

Plesner  
Amerika Plads 37  
2100 København Ø  
CVR-nr. 42 93 85 13  
Tlf 33 12 11 33  
Fax 33 12 00 14

[plesner@plesner.com](mailto:plesner@plesner.com)  
[www.plesner.com](http://www.plesner.com)

*Plesner er anerkendt som et af de førende full-service advokatfirmaer i Danmark. Med ca. 350 ansatte, hvoraf 220 er juridiske medarbejdere, kan vi løfte de største og mest komplekse juridiske opgaver.*

*Vores mål er at skabe størst mulig værdi for vores klienters forretning gennem fokuseret og proaktiv rådgivning, konstant udvikling af vores kompetencer og et højt serviceniveau.*

*Vi dækker alle væsentlige erhvervsretlige områder og opnår til stadihed branchens højeste ratings. Vores specialister er blandt de absolut bedste på hvert deres felt og varetager danske og internationale klienters interesser i Danmark og udlandet.*

---

Dette nyhedsbrev er kun til generel oplysning og kan ikke erstatte juridisk rådgivning. Plesner påtager sig intet ansvar for tab som følge af fejlagtig information i nyhedsbrevet eller andre forhold i forbindelse hermed.