



9. JUNI 2016

ÆNDRING AF VÆRDIPAPIRHANDELSLOVEN DEN 3. JULI 2016 SOM FØLGE AF MARKEDSMISBRUGSFORORDNINGEN

MARKEDSMISBRUGSFORORDNINGEN

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug ("**MAR**") træder i kraft den 3. juli 2016 og gælder direkte i Danmark. Enkelte dele af MAR kræver dog gennemførelse i national lovgivning. Folketinget har derfor den 3. juni 2016 vedtaget lov nr. 632 af 8. juni 2016 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v. [og en række andre love]¹ ("**Ændringsloven**"). Ændringsloven implementerer således dele af MAR og træder ligesom MAR i

kraft den 3. juli 2016.² I det følgende beskriver vi væsentligste ændringer som følge af MAR og Ændringsloven.

Ændringsloven indebærer, at en række regler i den gældende værdipapirhandelslov³ ("**VPHL**") og tilhørende bekendtgørelser, som blandt andet vedrører oplysningsforpligtelser og markedsmisbrug, vil blive ophævet som en følge af, at disse

¹ Lov nr. 632 af 8. juni 2016 om ændring af lov om værdipapirhandel m.v., lov om finansiel virksomhed, lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., straffeloven og retsplejeloven. ("*Ændringer som følge af forordningen om markedsmisbrug samt gennemførelse af regler om provisionsbetalinger m.v. fra tredjeparter og oplysninger om omkostninger m.v. i direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II)*").

² Ændringsloven implementerer også dele af MiFID II (Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af direktiv 2002/92/EF og direktiv 2011/61/EU.) Der er tale om regler vedrørende forbud mod provisionsbetalinger (tredjepartsbetalinger) med henblik på at højne investorbekyttelsen samt skærpede krav til oplysninger om omkostninger. Forbuddet gælder i to tilfælde; for det første, hvor der ydes investeringsrådgivning på uafhængigt grundlag, og for det andet, hvor der er indgået en aftale mellem kunden og virksomheden om skønsmæssig porteføljepleje samt vedrørende puljeordninger. Disse regler i Ændringsloven, som delvist implementer MiFID II, træder i kraft den 1. juli 2017.

³ Lov nr. 1072 af 20. december 1995 om værdipapirhandel mv. med senere ændringer.

forhold fremover i stedet vil være reguleret i MAR. MAR erstatter Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug), der er gennemført i danske ret i VPHL.⁴

MAR's mere tekniske bestemmelser bliver gennemført ved, at EU-Kommissionen og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA)⁵ udarbejder delegerede retsakter, gennemførelsesretsakter, reguleringsmæssige tekniske standarder og gennemførelsesmæssige tekniske standarder. Hovedparten af disse retsakter og tekniske standarder, som vil få stor betydning for blandt andet udstederes praktiske daglige compliance-arbejde, vil blive udstedt som forordninger og vil derfor gælde direkte i Danmark.

Med MAR skabes der mere ensartede og stærkere rammer til imødegåelse af markedsmisbrug på de finansielle markeder. Formålet med MAR er at sikre markedets integritet og investorbeskyttelse. Formålet med Ændringsloven er overordnet set at sikre velfungerende og effektive kapitalmarkeder.⁶

Ændringsloven og MAR medfører ingen ændringer i de gældende regler i VPHL om prospekter, overtagelsestilbud og storaktionærmeddelelser, som heller ikke forventes at blive ændret væsentligt ved den nye lov om kapitalmarkeder.

⁴ MAR ophæver også gennemførelsesdirektiverne til markedsmisbrugsdirektivet, dvs. Kommissionens direktiv 2003/124/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation, Kommissionens direktiv 2003/125/EF af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter, og Kommissionens direktiv 2004/72/EF af 29. april 2004 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF, for så vidt angår accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af lister over inside-re, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner.

⁵ Se <https://www.esma.europa.eu/>

⁶ Jf. fremsættelsestalen til lovforslag nr. 159 af 30. marts 2016.

DEN NYE LOV OM KAPITALMARKEDER

Som led i implementeringen af MiFID II⁷ og MiFIR⁸ har Finanstilsynet igangsat en omfattende revision af VPHL, som forventes at blive erstattet af en ny lov om kapitalmarkeder. Et udkast til denne lov, som er en fuldstændig omskrivning af VPHL, blev sendt i høring den 16. november 2015, men det forventes først at blive fremsat som et lovforslag i næste folketingsår (2016-2017)⁹ med en forventelig ikrafttræden den 1. januar 2018, dvs. samtidig med ikrafttrædelsen af den bagvedliggende EU-retlige regulering.

BETYDNINGEN AF ÆNDRINGERNE AF DEN GÆLDENDE VPHL

Udvidet anvendelsesområde

VPHL's regler gælder primært for regulerede markeder. I Danmark er der p.t. alene ét reguleret marked ved navn Nasdaq Copenhagen A/S. Med ikrafttrædelsen af MAR vil reguleringen af de regulerede markeder i Europa udvides til at omfatte finansielle instrumenter, som er optaget til handel på andre markedspladser, herunder (i) værdipapirer handlet på en multilateral handelsfacilitet (MHF), eller en organiseret handelsfacilitet (OHF) (en ny handelsplatform, der introduceres ved MiFID II), (ii) afledte instrumenter (dvs. finansielle instrumenter, hvis kurs eller værdi afhænger af værdipapirer handlet på et reguleret marked, en MHF eller OHF), og (iii) emissionskvoter og andre auktionsprodukter. Forbuddet mod markedsmanipulation omfatter også spotkontrakter vedrørende råvarer, visse derivatkontrakter og benchmarks, og reglerne i MAR finder anvendelse, uanset om

⁷ Se fodnote 2.

⁸ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 600/2014 af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter og om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012 (MiFIR).

⁹ Se hertil Finanstilsynets pressemeddelelse af 18. marts 2016.

de finansielle instrumenter handles på en markedsplads eller over-the-counter. MAR har desuden eksterritorial virkning og omfatter således også iværksatte eller undladte tiltag i tredjelande.

Oplysningsforpligtelser

Den generelle oplysningsforpligtelse

Reglerne om udsteders oplysningsforpligtelser i henhold til VPHL ophæves med Ændringsloven. Fremadrettet vil reglerne i stedet fremgå af MAR. I MAR er det i modsætning til VPHL præciseret, at intern viden kan vedrøre en proces, som foregår trinvis, og de enkelte trin i processen såvel som den samlede proces kan udgøre intern viden. Et sådant mellemtrin i en langvarig proces kan eksempelvis være forløbet af kontraktsforhandlinger (i modsætning til fx den endelige indgåelse af kontrakten). Dette betyder, at oplysningsforpligtelsen således efter MAR vil blive udløst tidligere, end det var tilfældet efter VPHL.

VPHL's betingelse om, at et forhold skal være indtrådt, før at oplysningsforpligtelsen udløses, fremgår ikke af oplysningsforpligtelsen efter MAR. Den efter dansk ret gældende realitetsgrundsætning¹⁰ kan derfor ikke fastholdes med ikrafttrædelser af MAR.

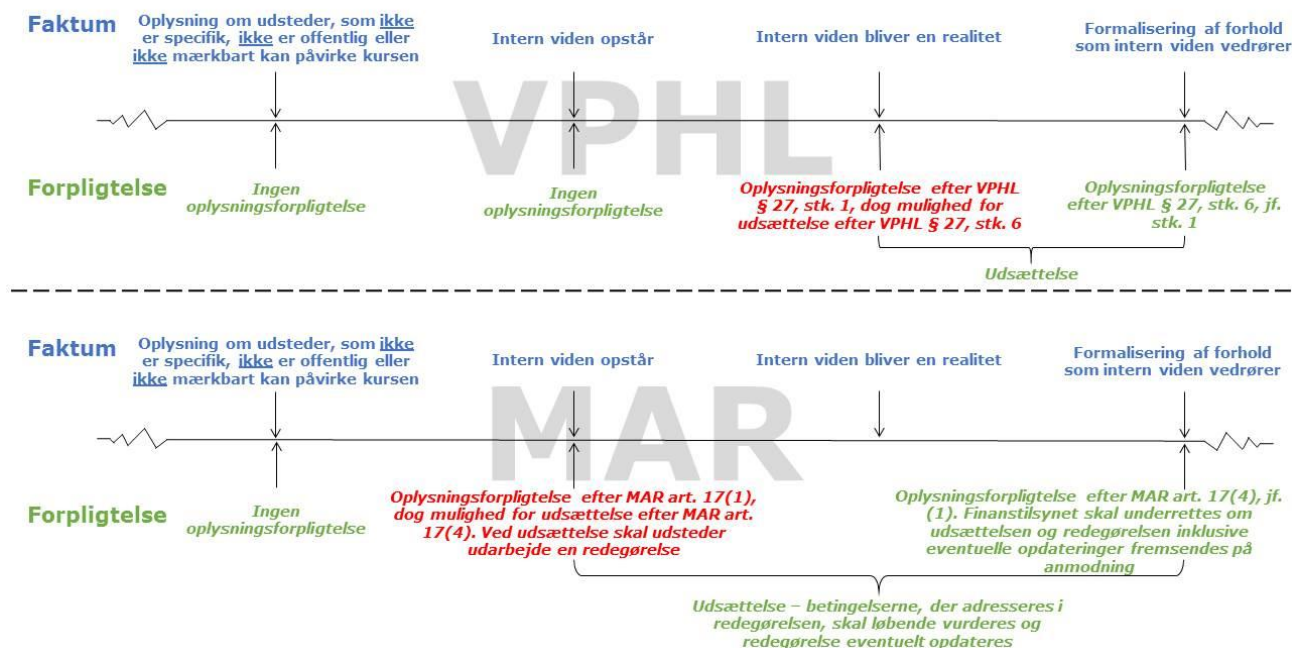
Efter MAR vil udstedere på eget ansvar have mulighed for at udsætte offentliggørelse af intern viden. Det betyder, at en udsættelsesadgang svaerende til den der findes i VPHL bibeholdes. MAR indeholder dog et krav om, at udstederen i tilfælde af en udsættelse skal udarbejde en redegørelse, hvori udstederen gøre rede for, at følgende betingelser er overvejet og vurderet at være opfyldt; (1) at øjeblikkelig offentliggørelse må antages at skade legitime interesser for udstederen,

(2) at udsættelse af offentliggørelsen ikke antages at vildlede offentligheden, og (3) at udstederen er i stand til at sikre oplysningernes fortrolighed. Udstederen skal overveje og vurdere betingelserne løbende og sikre dokumentation også for eventuelle opdateringer af redegørelsen. I MAR introduceres også en underretningspligt for udstederne. Udstederne skal således på tidspunktet for offentliggørelsen underrette den kompetente myndighed, dvs. i Danmark Finanstilsynet, om, at offentliggørelsen har været udsat og – hvis Finanstilsynet anmoder om det – forelægge myndigheden den omtalte skriftlige redegørelse og eventuelle opdateringer af denne. Redegørelsen og eventuelle opdateringer til denne skal udarbejdes og opbevares, uanset om Finanstilsynet anmoder om den.

Afgørende for oplysningsforpligtelsens indtræden bliver således, hvornår der er tale om intern viden, og om udstederne i tilstrækkelig grad kan redgøre for "legitime interesser", "ingen vildledning" og "sikring af fortrolighed", jf. ovenfor. I øvrigt skal en offentliggørelse ske hurtigst muligt, være korrekt og rettidig, hvilket har betydning for det præcise tidspunkt for oplysningsforpligtelsens indtræden. Forskellen på oplysningsforpligtelsens indtræden i VPHL og MAR kan illustreres således:

¹⁰ Efter realitetsgrundsætningen indtræder oplysningsforpligtelsen, når et forhold er en realitet fx når en begivenhed er indtrådt, eller en beslutning er truffet, men ikke nødvendigvis formaliseret.

OPLYSNINGSFORPLIGTELSENS INDTRÆDEN



Med Ændringsloven defineres som noget nyt CO₂-kvoter som et finansielt instrument. Udover i forlængelse heraf at indeholde en ny oplysningsforpligtelse vedrørende emissionskvoter, indfører MAR desuden en særlig udsættelsesadgang for udstedere, som er kreditinstitutter eller finansieringsinstitutter, til brug i eksempelvis krisesituationer af hensyn til blandt andet udstederens og det finansielle systems stabilitet. Oplysningsforpligtelsen vedrørende intern viden vil også blive udvidet til at gælde for instrumenter, der handles på en multilateral handelsfacilitet og en organiseret handelsfacilitet.

Intern viden skal efter MAR ligge mindst fem år på udstederens hjemmeside, hvor der efter VPHL alene var tidskrav på "et passende tidsrum" og efter Nasdaq Copenhagen A/S' udstederregler "i mindst tre år", for regnskaber dog fem år.

Ledende medarbejderes indberetningspligt

VPHL's regler om indberetningspligten, som gælder for ledende medarbejdere og personer, der er nært knyttet til disse, erstattes af regulering af

disse forhold i MAR. Indberetningspligten efter MAR svarer i vidt omfang til de gældende regler i VPHL, men de er udvidet i MAR til at omfatte flere finansielle instrumenter og ikke alene udsteders aktier eller andre værdipapirer, som er knyttet til sådanne aktier. Efter MAR omfattes nu aktier og gældsinstrumenter fra den pågældende udsteder og derivater samt andre finansielle instrumenter, som er forbundet hermed. Indberetningspligten omfatter fx pantsætning og udlån af finansielle instrumenter samt transaktioner, der involverer emissionskvoter, derivater heraf, og auktionsprodukter, der er baseret på sådanne.

Ikrafttrædelsen af MAR medfører som noget nyt, at ledende medarbejdere skal indberette deres handler ikke bare til Finanstilsynet men nu også til udstederen selv, og indberetningsfristen er forkortet fra senest to hverdage efter transaktionen til straks og senest tre arbejdsdage efter transaktionen. I Ændringsloven lægges der op til, at offentliggørelse af de indberettede oplysninger skal ske på samme måde som i dag, dvs. ved Finanstilsynets offentliggørelse ved modtagelsen af disse indberetninger. Der er fortsat ikke krav om, at udsteder offentliggør en selskabsmeddelel-

se om de omtalte indberetninger, selvom mange alligevel vælger at gøre det.

I Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/523¹¹ har Kommissionen fastlagt de tekniske standarder for så vidt angår det format og det skema, hvori ledende medarbejderes transaktioner skal indberettes og offentliggøres.

Indberetningspligten omfattes til at gælde den ledende medarbejders nærtstående, som således også skal indberette deres handler.

Som noget nyt indfører MAR et forbud mod at handle i en periode på 30 kalenderdage før offentliggørelsen af en foreløbig finansiel rapport eller en årsrapport (halvårs- og helårsrapporter), medmindre udstederen har tilladt det under nogle nærmere angivne omstændigheder (eksempelvis handel i henhold til incitamentsprogrammer). Dette lukkede handelsvindue gælder ikke selskabets eventuelle kvartalsrapporter for første og tredje kvartal.

Efter Ændringsloven har Finanstilsynet hjemmel til at forhøje den fastsatte tærskel for indberetningspligten fra 5.000 euro til 20.000 euro. Det forventes, at denne hjemmel vil blive udnyttet af Finanstilsynet ved en bekendtgørelse.

Udstederen skal udarbejde en liste over ledende medarbejdere og disses nærtstående. Udstederne skal underrette de berørte medarbejdere om de nye regler om indberetningspligten, og de ledende medarbejdere skal underrette nærtstående om samme. Dokumentation for denne underretning skal opbevares.

¹¹ Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/523 af 10. marts 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår det format og det skema, hvori ledende medarbejderes transaktioner skal indberettes og offentliggøres, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014, og Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/378 af 11. marts 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår tidsfrister, format og skema for indgivelse af anmeldelser til kompetente myndigheder i henhold til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014.

Investeringsanbefalinger

Reglerne om investeringsanbefalinger i VPHL ophæves i kraft af Ændringsloven og reguleres fremadrettet af MAR, som i vidt omfang svarer til VPHL's regler om anbefalinger, men MAR indeholder flere detaljerede regler om sådanne investeringsanalyser og hvilke oplysninger, der skal offentliggøres.

Markedsmisbrug

Markedsmisbrugsreglerne overordnet set

Reglerne om markedsmisbrug i VPHL ophæves i kraft af Ændringsloven og er fremadrettet reguleret af MAR. Reglerne i MAR svarer i vidt omfang til VPHL's regler om markedsmisbrug. "Kursmanipulation" i VPHL erstattes af termen "markedsmisbrug" i MAR.

Forbuddet mod insiderhandel og kursmanipulation udvides med MAR til andre markedspladser end de regulerede markeder, dvs. til at omfatte finansielle instrumenter, der handles på en multilateral handelsfacilitet eller en organiseret handelsfacilitet, samt over-the-counter-transaktioner. Da en alternativ markedsplads er en multilateral handelsfacilitet, udgår de danske regler om sådanne alternative markedspladser fra VPHL ved ikrafttrædelsen af MAR.

Intern viden – præcisering af specifik viden

Definitionen af intern viden videreføres i det væsentligste i MAR, idet det dog i MAR præciseres, at et midlertidigt skridt i en langstrakt proces kan udgøre intern viden. Intern viden kan således vedrøre en proces, som foregår trinvis, og de enkelte trin i processen såvel som den samlede proces kan udgøre intern viden. For at der er tale om intern viden, kræves det blandt andet efter

MAR, at der er tale om specifik viden, som oplysninger, der angiver en række forhold, der foreligger, eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en hændelse, der er indtrådt, eller som med rimelighed kan forventes at indtræde, hvis de er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller hændelsens indvirkning på kursen på de finansielle instrumenter eller de afledte finansielle instrumenter. I MAR præciseres det også, at intern viden kan omfatte investeringsanalyser, der kan være kurspåvirkende.

Forbud mod insiderhandel

Definitionen af insiderhandel er blevet præciseret i MAR. Der er tale om insiderhandel, når en person er i besiddelse af intern viden og udnytter denne viden ved for egen eller tredjemands regning direkte eller indirekte at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som den pågældende viden vedrører. Tilfælde, hvor en handelsordre bliver afgivet på et tidspunkt, hvor en person ikke er i besiddelse af intern viden, men vedkommende efterfølgende kommer i besiddelse af intern viden, og personen bruger denne interne viden til at annullere eller ændre en handelsordre, er også insiderhandel.

Efter MAR gælder det, at der ved anbefaling eller tilskyndelse af en anden persons deltagelse i insiderhandel skal forstås, at en person på grundlag af denne viden anbefaler andre at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, som disse oplysninger vedrører, eller tilskynder vedkommende til at foretage sådan en erhvervelse eller afhændelse, eller på grundlag af den interne viden anbefaler andre at annullere eller ændre en handelsordre vedrørende et finansielt instrument.

Uretmæssig videregivelse af intern viden

Ifølge MAR er der tale om uretmæssig videregivelse, hvis en person er i besiddelse af intern viden og videregiver den interne viden til enhver anden person, medmindre videregivelsen sker som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktioner. Forbuddet gælder enhver, der er i besiddelse af intern viden, og ikke kun personer hos en udsteder. Videregivelse af anbefalinger og tilskyndelser udgør også uretmæssig videregivelse af intern viden.

Undtagelser til forbuddet mod insiderhandel

Visse handlinger kan være undtaget fra forbuddet mod insiderhandel eksempelvis efter omstændighederne, hvor personen er market maker for det finansielle instrument.

“Safe-habour” for markedssonderinger

For at imødekomme en almindeligt forekommende problemstilling er der introduceret en i forhold til VPHL ny safe harbour bestemmelse i MAR vedrørende markedssondering, dvs. kommunikation mellem en sælger af finansielle instrumenter og én eller flere potentielle investorer forud for offentliggørelsen af en transaktion. Formålet med sonderingen er at vurdere potentielle investorers interesse i en mulig transaktion såvel som dens kursfastsættelse, størrelse og strukturering (eksempelvis i forbindelse med overtagelsertilbud og fusioner). Der er tale om en præcisering i forhold til til det generelle forbud mod videregivelse af intern viden.

“Safe-habour” for tilbagekøbsprogrammer

Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003¹², der indeholder en undtagelse fra reglerne om kursmanipulation og insiderhandel ved tilbagekøbsprogrammer og stabilisering indenfor fastlagte rammer, afløses af og videreføres i MAR.

Forbud mod markedsmanipulation

Forbuddet mod kursmanipulation fastsat i VPHL videreføres i det væsentligste i MAR, hvor markedsmanipulation opdeles i fem former for adfærd, som kan sammenfattes sådan, at det dækker over transaktioner, ordrer og adfærd, der giver eller kan give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument eller en tilknyttet spotråvarekontrakt. Markedsmanipulation kan ske både ved udbredelse af vildledende oplysninger via massemedier eller internettet med henblik på at påvirke udbuddet, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument. MAR indeholder to bilag (bilag 1A og 1B), der indeholder fortolkningsbidrag til, hvad der udgør markedsmanipulation. Oplistingen af eksempler på markedsmisbrug i MAR, der omfatter fx markedsmisbrugsstrategier ved algoritmisk handel og højfrekvenshandel, er ikke udtømmende. Forsøg på markedsmanipulation er også omfattet af forbuddet mod markedsmanipulation. Der vil ikke være tale om markedsmanipulation, hvis det godtgøres, at transaktionen, handelsordren eller adfærden er foretaget af lovlige årsager og er i overensstemmelse med accepteret markedspraksis.

Som noget nyt er der efter MAR ikke et krav om, at handlinger skal være egnede til at påvirke kur-

sen på værdipapirer, for at der foreligger markedsmanipulation.

Forebyggelse og afsløring af markedsmisbrug

Det følger af MAR, at markedsoperatører og investeringselskaber, der driver en markedsplads, skal fastsætte og opretholde effektive ordninger, systemer og procedurer, som tager sigte på at forebygge og afsløre insiderhandel, markedsmanipulation og forsøg på insiderhandel og markedsmanipulation. Desuden skal personer indberette handelsordrer og transaktioner, som kunne udgøre insiderhandel, markedsmanipulation eller forsøg på dette til den kompetente myndighed på markedspladsen. MAR indeholder også en pligt for værdipapirhandlere til at indføre og opretholde effektive ordninger, systemer og procedurer med henblik på at afsløre og indberette handelsordrer og transaktioner. Sådanne værdipapirhandlere har ved mistanke om mulig insiderhandel eller markedsmanipulation eller forsøg på dette en underretningspligt over for den kompetente myndighed.

Insiderlister

Efter VPHL skal udstedere og visse andre aktører udarbejde og løbende ajourføre insiderlister, dvs. en fortegnelse over de personer (fysiske og juridiske), der arbejder for dem, og som har adgang til intern viden. Med gennemførelsen af MAR udgår denne fra pligt fra VPHL, men videreføres i MAR. Pligten til at udarbejde og ajourføre en insiderliste svarer i vidt omfang til de gældende regler i VPHL, men vil i højere grad blive formaliseret ved præcise krav til formatet, der derved vil blive ens på tværs af EU, og indebære en større detaljeringsgrad.

I Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/347¹³ har Kommissionen fastlagt de tekniske

¹² Kommissionens forordning (EF) nr. 2273/2003 af 22. december 2003 om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter.

¹³ Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/347 af 10. marts 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder

standarder for så vidt angår det præcise format for insiderlister og for ajourføring af insiderlister, herunder en skabelon til selve insiderlisten. Den vel nok største administrative byrde, som selskaberne pålægges ved de nye regler er, at insiderlisten skal inddeles i separate sektioner for hvert enkelt element af intern viden. Hver sektion skal indeholde en liste over alle personer med adgang til den samme specifikke viden. For at undgå flere registreringer af de samme fysiske personer flere steder i insiderlisten, kan førere af insiderlisten beslutte at udarbejde og ajourføre en supplerende sektion i insiderlisten, som kun skal omfatte personer, der på grund af deres hverv eller stilling til enhver tid har adgang til al intern viden. I forhold til de gældende regler efter VPHL kræves det efter MAR desuden, at insiderens arbejds- og privattelefonnumre, fødenavn ved fødsel, klokkeslæt for opnåelse af adgang til den interne viden samt virksomhedens navn og adresse (arbejdsstedet) inkluderes på insiderlisten, og insiderlisten skal nu også indeholde oplysning om fødselsdato og privatadresse for personer med et nationalt ID-nr. (CPR-nr.). Udstederne bør indsamle denne information inden ikrafttrædelsen af MAR den 3. juli 2016.

Hvor der efter VPHL alene gælder en orienteringspligt, indebærer ikrafttrædelsen af MAR, at selskaberne skal sikre, at alle personer, der optræder på insiderlisten, skriftligt bekræfter, at de er klar over de juridiske forpligtelser og sanktioner forbundet med en overtrædelse af forbuddet mod markedsmisbrug. Selskaberne, som skal føre insiderlister, skal derfor sørge for at iagttage dette formalitetskrav til indhentelse af sådanne samtykker. Finanstilsynet har tilkendegivet, at en elektronisk bekræftelse er tilstrækkelig, og udstederne bør indhente denne inden ikrafttrædelsen af MAR den 3. juli 2016.

for så vidt angår det præcise format for insiderlister og for ajourføring af insiderlister, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014.

Pligt til at udarbejde interne regler ophører

Efter VPHL skal udstedere, som har hjemsted i Danmark, udarbejde interne regler dels vedrørende visse medarbejderes handel med udstederens aktier, dels vedrørende håndtering af intern viden gældende for personer, der arbejder for selskabet. Sådanne pligter følger alene af danske regler, og de fremgår ikke af MAR. Høringsudkastet til den nye lov om kapitalmarkeder indeholder heller ikke sådanne pligter. Det forventes, at Nasdaq Copenhagen A/S vil tilrette sine udstederregler, således at der heller ikke efter udstederreglerne vil være et krav om udarbejdelse af interne regler, men at udstederreglerne vil indholde en anbefaling om opretholdelse af interne regler. For selskaber som ikke er underlagt Nasdaq Copenhagen A/S' udstederregler, men som har Danmark som hjemland (eksempelvis danske selskaber, der er optaget til handel på Nasdaq Global Select Market i New York i USA) indebærer ikrafttrædelsen af MAR og Ændringsloven en direkte lempelse i form af ikke længere at være forpligtet til at udarbejde disse interne regelsæt.

Tilsyn og straf

Finanstilsynet udpeges efter Ændringsloven som kompetent myndighed til at anvende MAR og at påse efterlevelse af MAR. Det svarer til retstillingen efter VPHL.

MAR indeholder mulighed for, at medlemsstaterne kan anvende administrative sanktioner, men sanktioneringen af MAR's bestemmelser er forudsat gennemført i medlemslandenes nationale lovgivning. Europa-Parlamentet og Rådet har vedtaget direktiv 2014/57/EU af 16. april 2014 om strafferetlige sanktioner for markedsmisbrug efter MAR. Dette direktiv finder imidlertid ikke anvendelse i Danmark som følge af Danmarks retsforbehold.

I dansk ret vil overtrædelse af MAR blive sanktioneret strafferetligt i modsætning til administrative sanktioner.

Som det gjaldt efter Finanstilsynets praksis i henhold til VPHL, er det hensigten med Ændringslovens sanktionering af bestemmelserne i MAR, at strafbare overtrædelser anmeldes af Finanstilsynet til politiet, medmindre det vil være tilstrækkeligt at udstede påbud om lovliggørelse. Finanstilsynet får i henhold til Ændringsloven således hjemmel til at udstede påtaler eller påbud for overtrædelser af de pågældende bestemmelser. De relevante bestemmelser, der ophæves i VPHL, erstattes af bestemmelser i MAR. Grovere overtrædelser af MAR straffes i form af bøde eller fængselsstraf.

Størstedelen af pligterne i MAR udløser i henhold til Ændringsloven en strafferetlig bødestraf, imens overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel, forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden samt forbuddet mod markedsmanipulation er sanktioneret med en bøde eller fængsel i indtil et år og seks måneder. For overtrædelse af insiderhandel og markedsmanipulation (men ikke uretmæssig videregivelse af intern viden) kan strafferammen under særligt skærpende omstændigheder stige op til seks års fængsel. Der er med Ændringsloven ikke lagt op til en ændring af, hvornår der foreligger insiderhandel og markedsmanipulation under særligt skærpende omstændigheder, hvor strafferammen er op til seks års fængsel, eller en ændring strafniveauet for sådanne grovere overtrædelser.

Ændringsloven indeholder en stramning af sanktioneringen af MAD's regler med indførelsen af en ny forskrift om, at der ved sanktioneringen af overtrædelser af MAR, skal lægges vægt på lovovertræderens fortjeneste eller undgåede tab ved overtrædelsen. Baggrunden for dette er, at bøderne for overtrædelse af MAR skal have en pøn

og præventiv effekt, herunder også for de helt store aktører på markedet.

Offentliggørelse

Med MAR fastsættes et krav om, at alle Finanstilsynets sager om reaktioner i forbindelse med overtrædelse af MAR som udgangspunkt skal offentliggøres. Der gælder dog en adgang til under visse omstændigheder at udskyde offentliggørelse eller lade det ske i anonymiseret form. Der er ved Ændringsloven sket en delvis fravigelse af persondatalovens bestemmelser, idet der i visse tilfælde vil skulle offentliggøres oplysninger om en fysisk persons overtrædelse af MAR og den sanktionerende reaktion på dette.

Whistleblower-ordninger

Med MAR videreføres og udbygges VPHL's krav om, at udstederne skal indføre whistleblowerordninger, hvorefter medarbejdere og bestyrelsesmedlemmer anonymt kan indberette overtrædelser eller potentielle overtrædelser af Ændringsloven og MAR.

FORBEREDELSE FØR IKRAFTTRÆDELSESTIDSPUNKTET 3. JULI 2016

Med MAR's ikrafttræden vil der ske en betydelig forøgelse af de børsnoterede selskabers administrative byrder, idet de nye regler skaber en række nye dokumentationskrav, en hyppigere og mere omfattende håndtering af insiderlister, hyppigere og mere omfattende vurderinger af om givne informationer udgør intern viden, og om betingelserne for udsættelse af offentliggørelse er til stede, samt ikke mindst yderligere indberetnings- og rapporteringsforpligtelser.

Samtidig indebærer reglerne, at fremtidig administrativ praksis inden for området flyttes fra de nationale myndigheder til EU-organerne og særligt ESMA, hvilket i hvert fald i en periode efter ikrafttrædelsen vil kunne besværliggøre selskabernes muligheder for at holde sig ajour med de nye regler og deres praktiske håndtering.

Som forberedelse til MAR's ikrafttræden bør selskaberne inden 3. juli 2016:

- Indsamle relevant information til insiderlisten samt indhente bekræftelser for insidere eventuelt ved hjælp af de af VP, Computershare og eventuelle andre ejerbogsføreres til formålet indrettede IT-systemer,
- Overveje nedsættelse og formalisering af et særligt udvalg i virksomheden, der løbende skal foretage en vurdering af samt tage stilling til om en given information udgør intern viden, og om offentliggørelse skal og kan udsættes,
- Forberede sig på dokumentationskravet for rapporteringspligten ved udsættelse af offentliggørelse af intern viden, fx ved udarbejdelse af en skabelon herfor,
- Vurdere og tage stilling til om eksisterende interne regler bør opretholdes, uanset at kravet herom bortfalder. Hvis de opretholdes, bør der ske ajourføring i forhold til Ændringsloven og MAR,
- Udarbejde skabeloner for underretning til ledende medarbejdere og disses nærtstående,

- Sikre at ledende medarbejdere underretter nærtstående om disses indberetningspligt og opbevarer skriftlig dokumentation herfor,
- Udarbejde en fortegnelse over ledende medarbejdere og disses nærtstående,
- Ajourføre eksisterende fuldmagtsskabeloner for indberetninger til Finanstilsynet.

Yderligere forberedelser kan være påkrævet, når de endelige gennemførelsesretsakter og tekniske standarder foreligger.



PETER LYCK
ADVOKAT (L), LL.M.

PL@NNLAW.DK
Mobil: +45 30103915



THOMAS FISCHER
ADVOKAT

TF@NNLAW.DK
Mobil: +45 31180434

NIELSEN NØRAGER

Tilmeld eller frameld dig orienteringer på www.nnlaw.dk

DENNE ORIENTERING KAN IKKE ERSTATTE JURIDISK RÅDGIVNING. NIELSEN NØRAGER ADVOKATPARTNERSELSKAB OG DE OVENNÆVNTTE JURISTER PÅTAGER SIG INTET ANSVAR FOR TAB SOM DIREKTE ELLER INDIREKTE FØLGE AF BRUG AF ORIENTERINGEN, HERUNDER FOR TAB SOM FØLGE AF UTILSTRÆKKELIGE ELLER FEJLAGTIGE INFORMATIONER, VURDERINGER ELLER ANDRE FORHOLD I FORBINDELSE MED ORIENTERINGEN. NIELSEN NØRAGER ADVOKATPARTNERSELSKAB YDER RÅDGIVNING I FORBINDELSE MED KONKRETE SPØRGSMÅL I OVERENSSTEMMELSE MED DE ADVOKATETISKE REGLER.