

Så kom afklaringen

Af professor Lars Bo Langsted
Aalborg Universitet

Så kom afklaringen af den rigtige forståelse af værdipapirhandelslovens § 35, som markedet har ventet på, medens Midtbank-sagen verserede. Højesterets dommerpanel på 7 er alle enige om, at handel med værdipapirer – også selvom en af aktørerne har en intern viden, som markedet ikke generelt har – undtagelsesvist kan være straffrit.

Det interessante ved afgørelsen er herefter, hvornår en sådan undtagelsessituation foreligger. Det er således størrelsen af undtagelsen, der har betydning for de eventuelle konsekvenser af dommen, og her lægger præmisserne – d.v.s. dommernes begrundelse for resultatet – klart op til, vi sjældent vil stå i en undtagelsessituation.

Man kan – forenklet – sammenligne bestemmelsen med færdselslovens forbud mod at gå over for rødt lys. Læser man begge bestemmelser er der tale om klare og undtagelsesfrie forbud, men hvor færdselslovens forbudsbestemmelse ikke har nogen undtagelse indbygget i sig, siger Højesteret, at det har forbuddet mod insiderhandel. Der kan det – en sjælden gang imellem – være straffrit at gå over for rødt lys.

Højesteret fastslår for det første, at man hos Midtbank havde intern viden, da man d. 6. februar 2001 købte aktierne af Realkredit Danmark.

Dernæst siger Højesteret, at man skal se om handelssituationen umiddelbart havde præg af "almindelig forretningsmæssig adfærd" – og først hvis det er tilfældet, skal man gå ned i en vurdering af om, at der konkret er handlet uhæderligt eller ikke. Dette følger efter Højesterets opfattelse af Børsudvalgets betænkning, der lå til grund for affattelsen af § 35.

Ved den konkrete vurdering, som Højesteret herefter går ind og foretager, kan det være vanskeligt at se, hvornår Højesteret behandler spørgsmålet om "normal forretningsmæssig adfærd", og hvornår spørgsmålet om "uhæderlighed". Antageligt anlægger Højesteret her en helhedsbedømmelse, således at de to aspekter behandles som to sider af samme adfærd. Til gengæld er Højesterets præmisser klare med hensyn til beskrivelsen af de elementer, retten lægger vægt på:

- 1) der var tale om handel med egne aktier,
- 2) handelen skete ikke for vindings skyld, men for at gennemføre en af generalforsamlingen forud for handelen truffet beslutning om udbytteudlodning ved kapitalnedsættelse, og
- 3) den viden, man havde, vedrørte et forhold (opkøbet), som på handelstidspunktet endnu var ret usikkert.

Endnu et forhold nævnes – men nærmest en passant, hvorfor det er vanskeligt at vurdere med hvor stor vægt, det er indgået i resultatet – nemlig at købet af aktierne skete efter en henvendelse fra Realkredit Danmark i henhold til en gammel forkøbsret.

Vurderer man hvert enkelt element i begrundelsen for sig, kan man mene, at kun element 2) om den forud truffe beslutning, der (også) kunne legitimere opkøbet, er rigtigt "snævert". Dette element vil antageligt kun sjældent foreligge. At der er tale om handel med egne aktier (element nr. 1) er således et ikke sjældent forekommende fænomen, og element nr. 3, om usikkerheden af det, man har viden om, lægger i et vist omfang op til at man kan operere med en skala af intern viden. Intern viden om noget sikkert forekommende (indholdet af et regnskab, der står umiddelbart overfor offentliggørelse, eller gennemførelsen af en allerede besluttet overtagelse) over noget, der antageligt vil finde sted (det positive udfald af den endelige test for lanceringen af et nyt lægemiddel, som allerede er næsten gennemtestet) til noget, der kun muligvis vil ske (som her: den endelige beslutning om et opkøb, der endnu forhandles om).

At operere med en sådan skala af intern viden kan synes betænkelig. Loven lægger således op til, at man indledningsvist vurderer om der er eller ikke er intern viden, og intern viden defineres som viden om forhold, der kan påvirke kursen på et værdipapir. Foreligger der efter denne definition intern viden (og det gjorde der hos aktørerne i Midtbank-sagen, siger Højesteret), bliver man "båret ind" i § 35, der siger, at det så er strafbart at handle i (næsten) alle situationer. Når man alligevel kan have en vis forståelse for at Højesteret så at sige "genopliver" spørgsmålet om Intern viden ved anvendelsen af § 35, skyldes det, at det må opfattes som værre, som mere strafværdigt, at man udnytter en viden om en situation, som man ved, forekommer, end at man blot udnytter en viden om noget muligvis forekommende. Elementet af "snyd" overfor medkontrahenten er således større i den første end i den sidste situation.

Tager man imidlertid alle tre elementer samtidig, må det antages at være en så sjældent foreliggende cocktail, at man i hvert fald ikke kan bruge den til bevidst og fremadrettet at "spekulere i", men som man måske efterfølgende i en undtagelsessituation kan bruge til at argumentere for straffrihed.

Det er alt i alt lykkedes for Højesteret at kombinere en endnu klarere frifindelse, end den landsretten afsagde (der jo som bekendt var med dissens) med en indsnævring af det "uhæderlighedsforbehold", som landsretten havde lagt op til en mere generel anvendelse af. Derved er usikkerheden for markedet: er der nogen der handler her, trods besiddelse af intern viden, blevet minimeret.

Man kan efter Højesterets afgørelse spørge om der er nogen grund til at ændre lovens bestemmelse om insiderhandel. Svaret må afhænge af, hvad man ville ønske at opnå med en sådan ændring. Ønskede man at der ikke skulle være undtagelser overhovedet, kunne man f.eks. skrive: "køb, salg o.s.v. af værdipapirer må aldrig foretages af nogen, der har intern viden", hvor der i dag står: "... må ikke foretages af nogen..." Ønskede man omvendt undtagelserne indskrevet i loven, ville man risikere at nødvendiggøre nye sager om rækkevidden af undtagelsen ligesom man ville knæsette at markedet godt kunne risikere at møde en handlende med intern viden, hvilket næppe ville være noget positivt signal at sende.