



Om intern viden-begrebet

Børsens Dag - den 23. maj 2024

Partner, Ph.D. David Moalem

Agenda

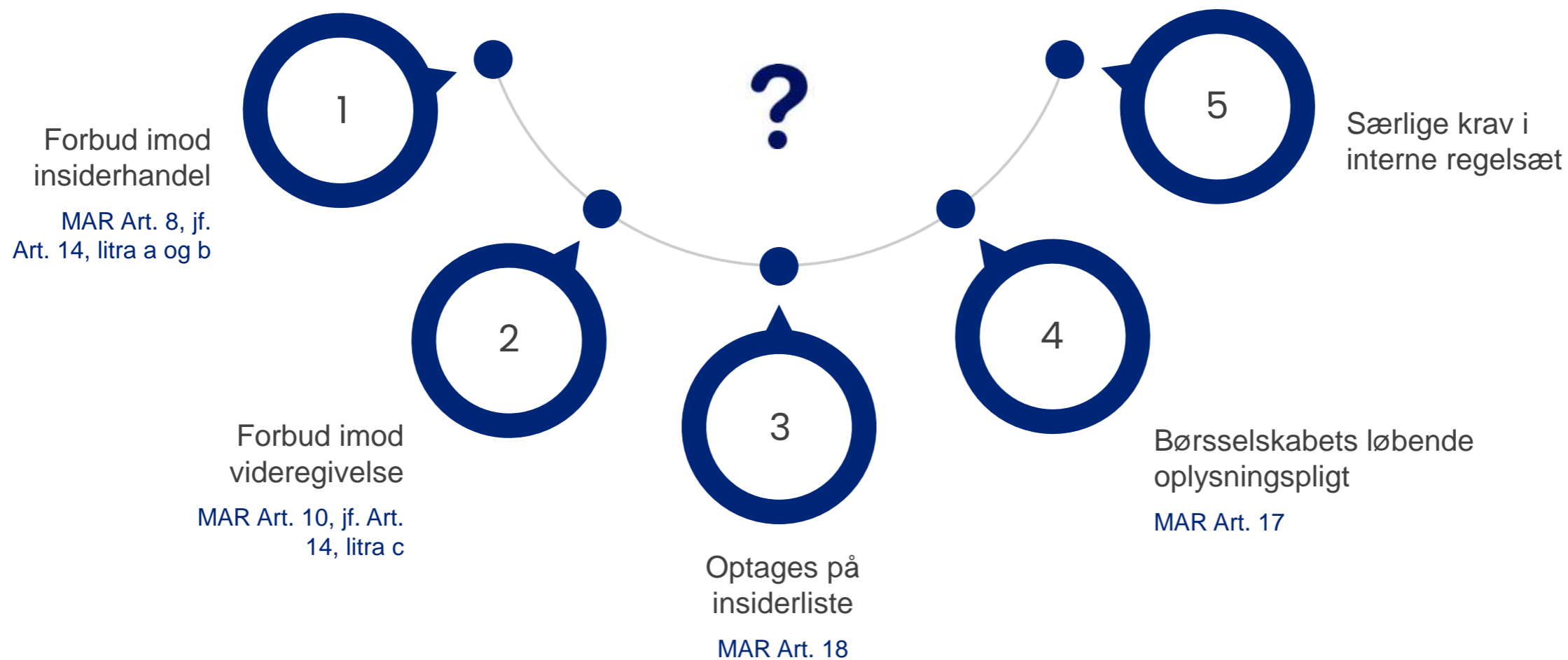


- 1 Betydningen af at have intern viden?.....3
- 2 Hvad er intern viden?.....6
- 3 Hvordan opstår den interne viden i børsselskaberne?.....10
- 4 Hvor ”trykker skoen” i praksis?.....13



1. Betydningen af at have intern viden?

Hvad betyder det, at man har intern viden?



Børsreglernes formål ift. besiddelse og omgang med intern viden

Forebyggelse

- Insiderlister
- Interne regelsæt
- Selskabets løbende oplysningspligt

Forbud

- Insiderhandel
- Uretmæssig videregivelse

Opklaring

- Værdipapirhandleres overvågningspligt
- Værdipapirhandleres indberetningspligt
- Insiderlister

2. Hvad er intern viden?



Definitionen af intern viden

Art. 7

Stk. 1 Med henblik på anvendelsen af denne forordning omfatter intern viden [...] [1] specifik viden, [2] som ikke er blevet offentliggjort, [3] som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, [4] hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter

● De fire betingelser

Stk. 2 Ved anvendelsen af stk. 1 anses oplysninger som **specifik viden**, hvis de angiver en række [A] 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**,

● A. Usikker intern viden vs. intern viden om kendsgerninger

[B] hvis de er **tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende hændelses indvirkning på kurserne** på de finansielle instrumenter eller de relaterede afledte finansielle instrumenter [...].

● B. Kobling ml. betingelse 1 og 4

[C] I denne forbindelse kan, i tilfælde af en **langvarig proces**, som har til formål at frembringe, eller som resulterer i bestemte forhold eller en bestemt hændelse, disse forhold eller denne fremtidige hændelse samt også **midlertidige skridt** i den proces, der er forbundet med at frembringe eller resultere i disse fremtidige forhold eller denne fremtidige hændelse, betragtes som præcise oplysninger

● C. Fase-inddelt intern viden

Stk. 3 [C] Et **midlertidigt skridt** i en **langstrakt proces** betragtes som at være intern viden, hvis det i sig selv opfylder kriterierne for intern viden som fastsat i denne artikel.

Stk. 4 Ved anvendelsen af stk. 1 defineres viden, der, hvis den blev offentliggjort, **mærkbart ville kunne påvirke kursen** på finansielle instrumenter [eller] afledte finansielle instrumenter, som **viden en fornuftig investor antages at ville benytte som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutninger**

● Fornuftig investor-testen

Begrebets kerne

Praktikerens genvej”

- Har jeg en informationsfordel i forhold til markedet?
- Skal jeg købe, holde eller sælge det finansielle instrument?
- Svares der ja, så intern viden, og juristerne kan lave "reverse engineering"

- 1 Er der tale om specifikke oplysninger?
- 2 Er der tale om ikke-offentliggjorte oplysninger?
- 3 Vedrører oplysningerne et børsselskab eller dets finansielle instrumenter?
- 4 Må oplysningerne antages at være kursrelevante?

De fire betingelser

Art. 7

- Kumulative betingelser
- I praksis er det normalt nr. 1 og 4, der kan være vanskelige
- Nr. 1 og nr. 4 hænger sammen sådan, at oplysningerne ikke kan være "specifikke", hvis ikke de er "kursrelevante" og vice versa

1

Er der tale om **specifikke oplysninger**?

2

Er der tale om **ikke-offentliggjorte oplysninger**?

3

Vedrører oplysningerne **et børsselskab** eller **dets finansielle instrumenter**?

4

Må oplysningerne antages at være **kursrelevante**?



3. Hvordan opstår den interne viden i børsselskaberne?

To måder intern viden kan opstå på i børsselskaberne

Model 1. Beslutningsafhængig intern viden

- Intern viden opstår, når der træffes en bestemt beslutning blandt to eller flere alternativer, dvs. som intern viden om en kendsgerning
- Betyder, at der ikke er usikker intern viden frem til beslutningstidspunktet
- Typisk beslutninger, der træffes af bestyrelsen, men kan også være direktionen

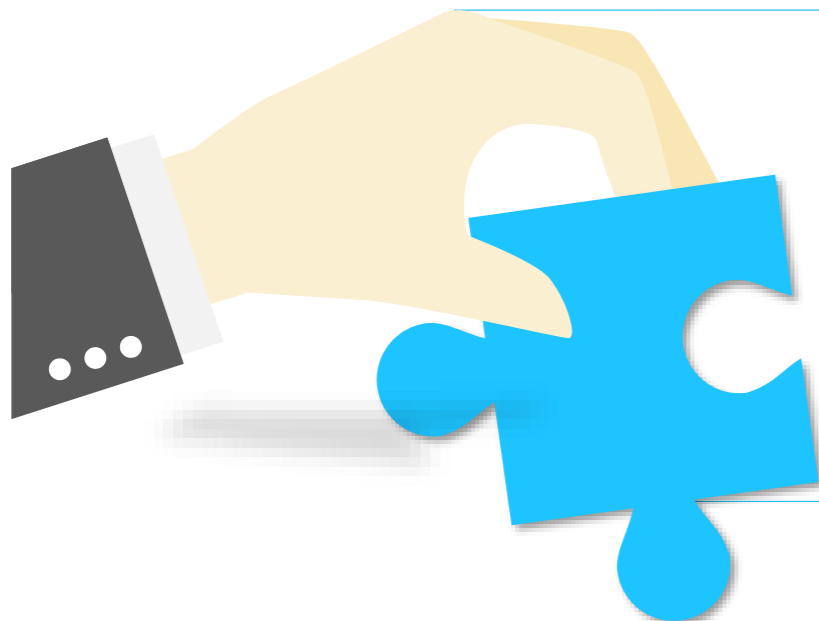
Ses i praksis bl.a. ved strategibeslutninger og andre væsentlige/større beslutninger, hvor beslutningsforslaget reelt indebærer, at man kan beslutte at "gå forskellige veje"



Model 2. Fase-inddelt intern viden

- Intern viden opstår, "når man med rimelighed kan forvente" at komme i mål ("reel mulighed") med processen, dvs. som usikker intern viden
- Opstår typisk i processer, der har forskellige faser, og hvor sandsynligheden for at nå i mål normalt stiger efterhånden, som processen skrider fremad
- Typisk beslutninger, der træffes af bestyrelsen, men kan også være direktionen

Ses i praksis bl.a. ved udvikling af nye produkter, ledelsesskift og forhandlinger ved større aftaler, M&A transaktioner mv.



De to modeller i praksis

Model 1. Beslutningsafhængig intern viden



Model 2. Fase-inddelt intern viden





4. Hvor "trykker skoen" i praksis?

Hvad er ”specifikke oplysninger”? (spg. 1)



MAR
Art. 7, stk. 2

”[...] oplysninger [anses] som **specifik viden**, hvis de angiver

[i] en række forhold, der foreligger [viden om kendsgerninger] (tidspunkt 3 på tidslinjen), eller
[ii] som med rimelighed kan forventes at indtræde [usikker intern viden] (tidspunkt 2 på tidslinjen),

hvis de er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende hændelses indvirkning på kurserne [dvs. en kobling til ”kursrelevans” (spg. 4)].”



ESMA

”I forhold til hvornår en oplysning er **specifik** nok til, at man kan konkludere noget ift. dens kurspåvirkning [...]. [...] såfremt oplysningen har en sådan karakter, at **det er sandsynligt, at den vil blive benyttet på markedet, dvs. [...], at markedsaktører vil handle på baggrund heraf.**” (Pkt. 1.8 i CESR Level 3 Guidance)



EU
Domstolen

”[...] forhold, der [...] med rimelighed kan forventes at indtræde [usikker intern viden], tager sigte på de fremtidige forhold eller de fremtidige begivenheder, hvorom det på grundlag af en samlet bedømmelse af allerede tilgængelige forhold fremgår, at der er en **reel mulighed** for, at de vil foreligge eller indtræde.” (Geltl Dommen præmis 56)



Betydning

Tre forskellige sandsynlighedsformuleringer: *”med rimelighed kan forventes at indtræde”*, *”sandsynligt, at oplysningen vil blive benyttet på markedet”* og *”reel mulighed for at forholdet vil indtræde”*...

Det blev vi ikke nødvendigvis meget klogere af!

Hvad betyder Markedsmisbrugsforordningens, ESMA's og EU-Domstolens sandsynlighedsformuleringer?

Kendsgerning
formaliseres



[i] Intern viden om
kendsgerninger



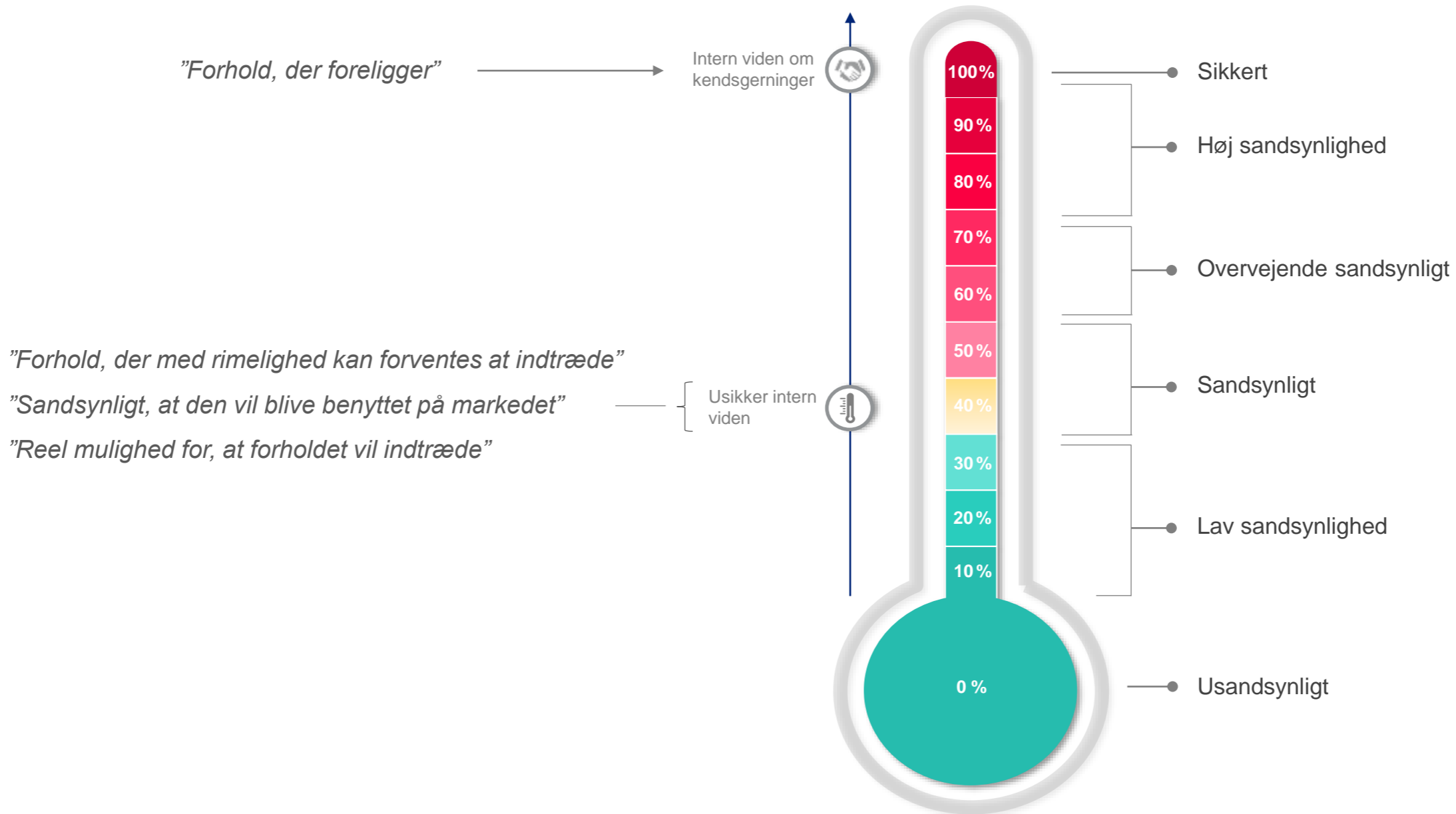
[ii] Usikker intern
viden



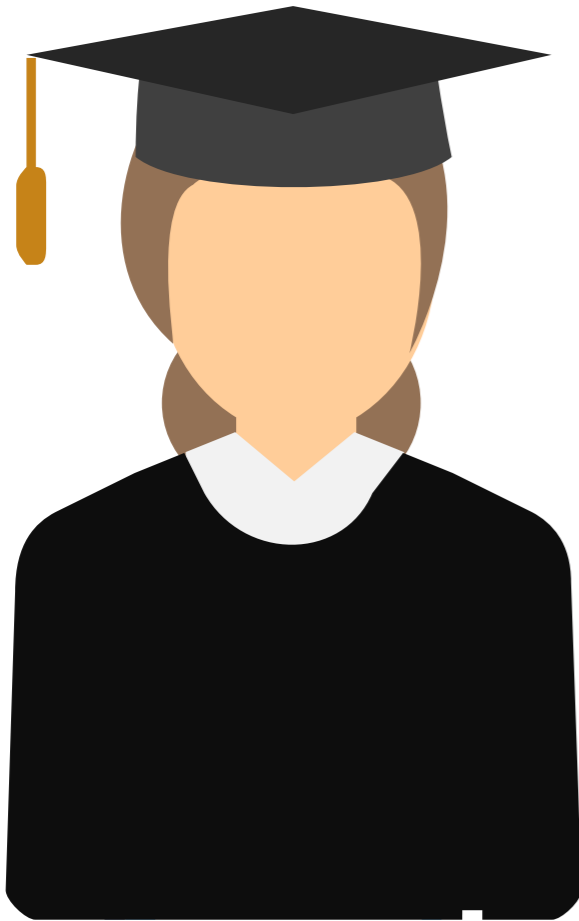
Skønsmæssige
oplysninger



Hvor sandsynligt skal forholdet være for at være "specifik"? (spg. 1)



Hvad indebærer fornuftig investor-testen? (spg. 4)



1

"Kursrelevans" oversættes til "viden en fornuftig investor antages at ville benytte som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutninger"

2

Krav om rationalitet, men ikke et krav om analytikerens sofistikation

3

Den rationelle investor kan både have en kort, mellem og lang investeringshorisont

4

Den rationelle investor kan have forskellige investeringsstrategier og -filosofier



Spørgsmål & kommentarer

Din kontakt hos **Bech-Bruun**



David Moalem

Partner, Ph.D.

Kapitalmarked & Finansielle virksomheder

T +45 72 27 33 24

M +45 25 26 33 24

E dmm@bechbruun.com

