

Insiderhandel
Et obligationsretligt studium

Insiderhandel

Et obligationsretligt studium

David Moalem

FORLAGET THOMSON



GadJura

David Moalem

Insiderhandel – Et obligationsretligt studium

1. udgave / 1. oplag

Forlaget Thomson A/S, København 2004

ISBN: 87-619-0882-7

Omslag: Axel Surland, Snostrup

Sats og tryk: AKA-Print A/S, Århus

Mekanisk, fotografisk eller anden gengivelse af denne bog eller dele af den er ikke tilladt ifølge gældende dansk lov om ophavsret.

Alle rettigheder forbeholdes.

Til min familie

Forord

Denne bog er en lettere revideret udgave af min Ph.D.-afhandling, der blev indleveret den 15. september 2003. Forsvaret fandt sted på Juridisk Institut, Syddansk Universitet den 8. december 2003. Bedømmelsesudvalget bestod af professor, lic.jur. Søren Friis Hansen (formand), Syddansk Universitet, professor, dr. jur. Jesper Lau Hansen, Københavns Universitet og professor Peter Møgelvang-Hansen, Handelshøjskolen i København.

De indledende skridt til afhandlingen blev taget tilbage i 1997. Jeg startede da med at skrive om et emneområde, der allerede havde fascineret mig fra de tidlige studieår – insiderhandel. Med tiden tog interessen om sig, og jeg offentliggjorde blandt andet et par juridiske artikler herom. Med interessen for emnet og en trang til at fordybe mig yderligere, føltes det naturligt at blive indskrevet som Ph.D.-stipendiat i 2000 umiddelbart efter, at jeg havde erhvervet den juridiske kandidatgrad. Den tid, der siden er forløbet med afhandlingen, betragter jeg som et privilegium. Tænk at sætte sig ned og påbegynde et arbejde, der først kan forventes afsluttet flere år senere. Heri består såvel privilegiet som udfordringen. Tiden er i egne hænder, hvilket giver anledning til såvel glæder som sorger. Men tiden til fordybelse har været udviklende såvel fagligt som menneskeligt.

Som med et maleri udvikler en afhandling sig ved “lag på lag metoden”. Man maler over, hvad man tidligere har skrevet. Derved forsvinder de tidligere lag ikke – de forbliver som en art vidensfundament for det nye, og via den gentagne proces arbejder man sig længere og længere ind i emnet. Mit emneområde udviklede sig da også undervejs, og i dets endelige form omhandler afhandlingen en obligationsretlig analyse af insiderhandel.

Jeg skylder mange min bedste tak for afhandlingens færdiggørelse. En særlig tak går til min vejleder professor, lic.jur. Nis Jul Clausen, som har været en stor hjælp og inspiration. Under Ph.D.-forløbet tilbragte jeg syv måneder som visiting scholar på Duke University School of Law, USA. Under opholdet havde jeg den særlige glæde at arbejde under co-vejledning af professor James D. Cox, der med sin kyndighed viderebragte mange interessante indfaldsvinkler til arbejdet.

Jeg takker tillige min bror og kollega advokat, Ph.D.-stipendiat Dan Moalem for mange frugtbare samtaler undervejs. Min sekretær, Inga Jakobsen, takkes for sin indsats ved korrekturlæsningen og en varm tak går til kollegaerne på Juridisk Institut ved Syddansk Universitet for tre gode år. Afslutningsvist rettes en varm tak til advokatfirmaet DLA Nordic (tidligere Lindh Stabell Horten) for at stille kontor- og biblioteksfaciliteter til rådighed og for en altid venlig atmosfære. De hertil knyttede studenter har desuden været en uvurderlig hjælp ved litteratursøgning og fremskaffelse af særligt ældre litteratur og retspraksis.

David Moalem, København, april 2004.

Indholdsfortegnelse

Forkortelser	11
 Kapitel 1	
Introduktion og metode	13
1.1 Indledning om reguleringen af information.....	13
1.2 Afhandlingens formål	15
1.3 Afgrænsning	16
1.4 Metodeovervejelser	18
1.5 Oversigt over fremstillingen	20
 Kapitel 2	
Om insiderhandel	21
2.1 Historik	21
2.2 Forbuddet mod insiderhandel	23
2.3 Intern viden-begrebet.....	26
2.3.1 Interne oplysninger.....	27
2.3.2 Videnkategorierne	29
2.3.3 Betydningen af den interne viden	30
 Kapitel 3	
Tværgående emner.....	35
3.1 Indledning.....	35
3.2 Om værdipapirhandelens udvikling.....	35
3.3 Værdipapirhandelens anatomi	37
3.3.1 Kapitalmarkedets struktur	37
3.3.2 Direkte transaktioner contra markedstransaktioner	38
3.4 Obligationsrettens anvendelighed ved markedstransaktioner	40
3.4.1 Indledning.....	40
3.4.2 I kontraktforhold	41

3.4.3 Uden for kontraktforhold	45
3.5 Karakteristik af den loyale oplysningspligt.....	46
3.6 Oplysningspligtens retlige indhold.....	48
3.6.1 Indledning	48
3.6.2 Obligationsrettens videnbegreb	49
3.6.3 Retsstridighedsforbeholdet	54
3.6.4 Særligt om bedømmelsen af usikker viden.....	59
3.6.5 Hjemmelsgrundlaget	62
3.6.6 Om hypotetisk årsagskonkurrence	67
3.6.7 Skematisk oversigt	70
3.7 Insiderhandelen i praksis	71
3.7.1 Indledning	71
3.7.2 Spekulation i kursstigning.....	72
3.7.3 Spekulation i kursfald	73
3.8 Om aftaleretten contra købe-/obligationsretten.....	75
Kapitel 4	
Fortielser i aftaleretten	79
4.1 Indledning om ugyldighedslæren	79
4.2 Svig – aftalelovens § 30	80
4.2.1 Baggrund.....	80
4.2.2 De enkelte rekvisitter	82
4.3 Almindelig hæderlighed – aftalelovens § 33.....	86
4.3.1 Baggrund.....	86
4.3.2 De enkelte rekvisitter	87
4.4 Uredelig handlemåde – aftalelovens § 36	92
4.4.1 Baggrund.....	92
4.4.2 Generalklausulens anvendelsesområde.....	93
4.5 Forudsætningslæren.....	97
4.5.1 Baggrund.....	97
4.5.2 Sondringen mellem urigtige og bristende forudsætninger	99
4.5.3 Forudsætningslærens enkelte rekvisitter.....	100
4.6 Retsvirkninger af ugyldighed	102
4.6.1 Ydelsens tilbagegang og erstatning	102
4.6.2 Aftalekorrektion	103

4.7 Retspraksis om værdipapirhandel.....	106
4.7.1 Indledning.....	106
4.7.2 Diskontobank-dommen	106
4.7.3 Konsul Øien-dommen	108
4.7.4 Aktiemægler-dommen.....	113
4.7.5 Dr. Hartmann-dommen	114
4.7.6 Fuldmægtig-dommen	116
4.7.7 Kiksfabrik-dommen	119
4.7.8 Scherdin-dommen	121
4.7.9 Haughom-dommen.....	122
4.7.10 Momenter/kriterier i ugyldighedsvurderingen	123

Kapitel 5

Fortielser i købe-/obligationsretten.....	125
5.1 Indledning.....	125
5.2 Om obligationsrettens loyalitetslære	126
5.3 Misligholdelseslærens systematik	131
5.4 Oplysningspligtens historik	134
5.5 Loyal oplysningspligt for køber?.....	139
5.5.1 Problematikken.....	139
5.5.2 Vurdering	140
5.6 Bortfald af købers misligholdelsesbeføjelser	144
5.6.1 Indledning.....	144
5.6.2 Købers undersøgelsespligt.....	144
5.6.3 Den absolutte reklamationsfrist, forældelse og passivitet.....	148
5.7 Købers misligholdelsesbeføjelser	152
5.7.1 Indledning.....	152
5.7.2 Forholdsmæssigt afslag.....	152
5.7.3 Hæve.....	158
5.7.4 Erstatning	161
5.8 Retspraksis om værdipapirhandel.....	166

Kapitel 6

Retsteoretiske overvejelser	167
6.1 Indledning.....	167

6.2 Retfærdighed og tab	168
6.2.1 Insiderhandelens enigma.....	168
6.2.2 Retfærdighed som moralsk begreb	170
6.2.3 Økonomiske tabsbetragtninger	172
6.3 Retsdisciplinære konvergensspørgsmål	173
6.4 Om obligations- og værdipapirhandelsrettens brydningsfelt.....	176
6.4.1 Beskyttelseshensynet ved forbuddet mod insiderhandel	176
6.4.2 Brydningsfeltet.....	179
6.5 Vurdering af retstilstanden for markedstransaktionerne ..	180
6.5.1 Indledning	180
6.5.2 Bruddet på lighedsgrundsætningen	181
6.5.3 Betydningen af insiderhandelen i kontraktforhold	182
6.6 Refleksioner over retstilstanden	183
6.6.1 Bud på anomaliens årsager	183
6.6.2 Retsstillingen de lege ferenda	188

English abstract

Insider trading – the private sanctions	191
Chapter 1 – Introduction and analytical approach	191
Chapter 2 – Insider trading	191
Chapter 3 – General aspects.....	192
Chapter 4 – Omissions under the law of contract.....	193
Chapter 5 – Omissions under the law of obligations and sale of goods	194
Chapter 6 – Theoretical reflections	194

Litteraturfortegnelse	197
Lovforarbejder	215
Domme og afgørelser	217
Stikordsregister	219

Forkortelser

Aftl	Aftaleloven
AL	Aktieselskabsloven
AMP	Autoriseret markedsplads
A&U	Københavns Fondsbørs – Afgørelser og udtalelser
Bet.	Betænkning
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch für das deutsche Reich
CC	Code Civil
CESR	The Committee of European Securities Regulators
CISG	UN Convention on Contracts for the International Sale of Goods
DL	Danske Lov
EFT	EF-Tidende
ERPL	European Review of Private Law
EU	Den Europæiske Union
FT	Folketingstidende
H	Højesteretsdom
Ju	Juristen
JT	Juridisk Tidsskrift (Stockholms Universitet)
Kbl	Købeloven
Kmsl	Kommissionsloven
LoR	Lov og Rett
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation

NDS	Nordisk Domssamling
NJA	Nyt Juridiskt Arkiv
NoH	Norsk Højesteretsdom
NOU	Norges Offentlige Utredninger
NRt	Norsk Retstidende
NTfS	Nordisk Tidsskrift for Selskabsret
PECL	The principles of European Contract Law
PICC	Principles for International Commercial Contracts
RabelsZ	Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht
Rettid	Retsvidenskabeligt Tidsskrift (Aarhus Universitet)
R&R	Revision & Regnskabsvæsen
SH	Sø og Handelsretsdom
SvH	Svensk Højesteretsdom
SvJT	Svensk Juristtidning
TfR	Tidsskrift for Rettsvitenskapp
UCC	Uniform Commercial Code
UfR	Ugeskrift for Retsvæsen
UfR, B	Ugeskrift for Retsvæsen, Litterær afdeling
ULR	Uniform Law Review
VL	Vestre Landsretsdom
Vphl	Værdipapirhandelsloven
Zeup	Zeitschrift für Europäisches Privatrecht
ØL	Østre Landsretsdom

Kapitel 1

Introduktion og metode

1.1 Indledning om reguleringen af information

Værdipapirhandelsrettens definition af insiderhandel kvalificerer en adfærd, der er velkendt i obligationsretten. Af insiderforbuddet i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 følger, at “Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.” Kendetegnende er, at insideren har en bestemmende viden, som markedet (forstået som investorerne) ikke har, og det er misbruget af dette informationsfortrin, der anses for strafbart.¹ Retsordenen accepterer med andre ord ikke en investors misbrug (udnyttelse) af en informationsasymmetri i markedet. Ved at fokusere på insideradfærdens karakteristika opnås mulighed for at foretage et retligt tværsnit. Herved kan det undersøges, hvorvidt sådanne karakteristika er underlagt regulering i andre retsdiscipliner. Der findes således adskillige offentlig- og privatretlige reguleringer, hvis formål er at skabe og bevare informationsparitet eller at afhjælpe skadevirkningerne af informationsasymmetri. Til opnåelsen heraf anvendes særligt følgende redskaber: (i) oplysningspligt, (ii) udnyttelsesforbud og (iii) misinformationsforbud.²

Den første kategori indeholder pligten til at videregive information til den eller de, der har et informationsunderskud (oplysningspligten). Her er der tale om en handlepligt, hvis formål er at opnå en lighed imellem parterne i relation til den pågældende information. Som eksempler herpå kan nævnes markedsføringslovens § 5, bank- og sparekasselovens §§ 41 og 41a samt værdipapirhandelslovens § 27. I markedsføringslovens § 5 bestemmes, at der i kontraktforhold skal gives en forsvarlig vejledning til køberen om ydelsens karakter og egenskaber. Bank- og sparekasselovens §§ 41 og 41a pålægger et pengeinstitut at oplyse kautionisten om låntagers manglende betalinger, og værdipapirhandelslovens § 27 bestemmer,

1. Jævnfør også overskriften til værdipapirhandelslovens kapitel 10 “Misbrug af intern viden...”.

2. Se hertil *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 14 ff. En lidt anderledes variant anvendes af *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmisbruk, 2002, s. 17 f.

at en udbyder af børsnoterede værdipapirer skal offentliggøre væsentlige forhold til værdipapirmarkedet.³ For disse handlepligter gælder, at en overtrædelse fuldbyrdes ved selve fortielsen.

Den anden kategori omhandler pligten til at afstå fra at handle (udnyttelsesforbuddet). Herved sker der ikke en udligning af informationsasymmetrien (som i kategori I). I stedet forbydes den pågældende at udnytte sin informationsfordel. Eksempler herpå findes i forsikringsaftalelovens § 4, værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1, aftalelovens §§ 30, 33 og 36 samt i retsgrundsætningen om sælgerens loyale oplysningspligt. Forsikringsaftalelovens § 4 forbyder en forsikringstager at fortie oplysninger, der må antages at være af betydning for forsikringsbetingelserne. Værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 forbyder handel på baggrund af en bestemmende intern viden. Tilsvarende bestemmelser af obligationsretlig karakter findes i aftalelovens §§ 30, 33 og 36 samt i grundsætningen om sælgerens loyale oplysningspligt. Undladelsespligten fuldbyrdes ved selve aftaleindgåelsen.

Cirklen slutes med *den tredje kategori* indeholdende forbuddet mod misinformering (misinformationsforbuddet). Denne pligt kan alt efter omstændighederne antage form af såvel en handlepligt som en undladelsespligt. Forbydes den pågældende at vildlede/misinformere, er der tale om en undladelsespligt. Befinder en person sig imidlertid allerede i en vildfarelse om et faktisk forhold, må der i visse situationer bestå en handlepligt til at bringe den pågældende ud af vildfarelsen. Eksempler på misinformationsforbud findes i markedsføringslovens § 2, forsikringsaftalelovens § 4, aftalelovens § 30 og værdipapirhandelslovens § 39. Markedsføringslovens § 2 forbyder anvendelsen af urigtige, vildledende eller urimeligt mangelfulde angivelser med henblik på at påvirke handelen. Forsikringsaftalelovens § 4 forbyder forsikringstageren at give selskabet urigtige oplysninger som grundlag for forsikringsaftalen, og en tilsvarende bestemmelse af generel karakter findes i svigsbestemmelsen i aftalelovens § 30. I værdipapirhandelslovens § 39, stk. 1 forbydes udspredelse af urigtige oplysninger om en udsteder af værdipapirer (kursmanipulation). Eftersom misinformationsforbuddet såvel kan være en handle- som en undladelsespligt, vil fuldbyrdelsen afhænge af den konkrete situation.

3. Af andre oplysningspligter kan fremhæves kreditaftalelovens kapitel 2 om kreditgiverens oplysningspligt, prismærkningslovens § 1 om særskilt mærkning ved detailsalg, samt ti-meshareaftalelovens §§ 4-7.

De tre interventionsformer tjener til sikring af samme formål: at sikre informationsparitet samt modvirke skadevirkningerne af informationsasymmetri.⁴ For oplysningspligten og udnyttelsesforbuddets vedkommende er udgangspunktet, at der består en konkret informationsasymmetri mellem to eller flere parter. Interventionsformen kan herefter enten være at pålægge informationsbesidderen en oplysningspligt eller at pålægge ham ikke at benytte informationen. Kendetegnende for de to pligter er, at de vedrører *sand* information. Herved adskiller de sig fra misinformationsforbuddet, der vedrører udsprelsen af *falsk* information.

Den retlige opdeling af informationsreguleringen er bestemmende for en given retsregels indhold, fuldbyrdelse og sanktionering. Dette gør sig følgelig også gældende for de udnyttelsesforbud, der behandles i denne afhandling. I forhold til afhandlingens emneområde er det særligt synliggørelsen af parallellen til obligationsretten, der har interesse. Insiderhandelens forudsætning om en retsstridig fortællelse af en bestemmende viden er således en adfærd, der i obligationsrettens almene del reguleres i grundsætningen om den loyale oplysningspligt, og som i den specielle del er kodificeret i såvel aftale- som købeloven.

1.2 Afhandlingens formål

Afhandlingens hovedformål er at foretage en *obligationsretlig analyse af insiderhandel efter gældende dansk ret*. Det centrale spørgsmål er, om og i bekræftende fald i hvilket omfang en investor kan gøre ugyldigheds-, misligholdelses- og erstatningskrav gældende. Som følge af forskellen i obligationsrettens virkelighedsgrundlag og den virkelighed, der repræsenteres på værdipapirmarkedet, vil regelsættenes anvendelse efter omstændighederne medføre en uhensigtsmæssig retsstilling. Hvem, der opnår en obligationsretlig beskyttelse, beror i disse tilfælde snarere på tilfældighed end på retsordenens bevidste beskyttelse og sanktionering. Denne konklusion leder frem til afhandlingens sekundære formål om at *vurdere gældende ret og at overveje en eventuel ændring de lege ferenda*.

4. Se Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug, 2001, s. 18 f.

1.3 Afgrænsning

Det ligger i selve karakteren af insiderhandel, at insideren fortier en bestemmende viden. I visse handelssituationer vil man dog kunne forestille sig en informationsudveksling, der medfører, at fortielsen ikke står alene. Der kan tillige være givet urigtige oplysninger eller være tale om vildledning. Som vejledning for afgrænsningen imellem begreberne kan udgangspunktet formuleres således, at en oplysning er *urigtig*, når den ikke giver et korrekt billede af det faktiske forhold. Ved *vildledning* er de afgivne oplysninger korrekte, men via kombinationen med en fortielse påvirkes modtagerens vurdering af forholdet. Det kan være særdeles vanskeligt at foretage en nærmere afgrænsning herimellem.⁵ Særligt synes afgrænsningen mellem vildledning og fortieelser at volde problemer. Hvor de urigtige eller vildledende oplysninger aktualiserer en korrigeringspligt, er fortielsen derimod omfattet af et udnyttelsesforbud. Dette har afgørende betydning, eftersom korrigeringspligten er en handlepligt og udnyttelsesforbuddet en undladelsespligt. Det vil dog under alle omstændigheder være fortielsesaspektet, det vil sige fortielsen af den *sande* information, der er bærer af den mislige adfærd. Ved insiderhandel med værdipapirer vil der normalt være tale om rene fortielsestilfælde. Det kan dog ikke udelukkes, at situationen tillige eller i stedet må subsummeres som en urigtig oplysning. Et eksempel kan illustrere dette. K er i besiddelse af intern viden om, at selskabet X vil fremlægge et overraskende positivt årsregnskab. Man kan herefter tænke sig to scenarier: K vælger at fortie sin viden *eller* K vælger at fortælle medkontrahenten S, at han forventer et dårligt resultat for at animere S til at sælge sine aktier. Fra retspraksis kendes flere eksempler på, at der såvel er givet som fortiet oplysninger. Til eksempel kan nævnes den norske højesteretsdom i NRt 1918.49 NoH, hvor insideren (der var direktionsmedlem i det aktieudstedende selskab) gav aktiesælgeren visse oplysninger, men fortiede betydningen af en forestående fusion med et andet selskab.⁶ I den situation vil en skadelidt både

5. Jævnfør også *Hans Helge Beck Thomsen*: Mangler ved pantebreve, 1996, s. 124. *Beck Thomsen* går dog skridtet videre med antagelsen om, at "På grundlag af praksis og kontraktforholdets karakter ses der ikke at være grund til at opretholde sondringen mellem den *urigtige* oplysning og den *vildledende* oplysning". For norsk ret se *Kai Krüger*: Norsk kontraktsrett, 1989, s. 638.

6. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.3. Af praksis vedrørende løsøre se eksempelvis UfR 1961.306 SH, hvor sælgeren oplyste, at en bil havde vibrationer ved 60 km/t, men fortiede at det var vanskeligt at udbedre forholdet.

kunne påberåbe sig fortielse og urigtige oplysninger. Da urigtige oplysninger, i modsætning til fortieelser, ikke kræver culpa, vil en skadelidt normalt vælge denne procedure.⁷ Ved insiderhandel må normalsituationen antages at være den rene fortielse, hvorfor afhandlingens analyse primært koncentrerer herom.

Behandlingen vedrører udelukkende aktier og andre værdipapirer, der handles på værdipapirmarkedet. Det betyder særligt, at de problemer, der knytter sig til erhvervelse af anparter⁸ og pantebreve,⁹ ikke behandles.

Værdipapirmarkedet kan opdeles i et primært og et sekundært marked. Afhandlingen behandler kun det sekundære marked, hvorved forstås markedet for handel med allerede udstedte eller noterede værdipapirer.¹⁰ I den sammenhæng koncentrerer analysen om den løbende handel med ikke-kontrollerende aktieposter. Er der tale om en virksomhedsoverdragelse, fusion eller overdragelse af kontrollerende aktieposter, vil handelskarakteristikaene snarere ligne et specieskøb med meget omfattende forudgående undersøgelser af selskaberne og en udførlig informationsudveksling imellem aftaleparterne.

Det er udelukkende det obligationsretlige forhold imellem sælger og køber, der behandles. Det betyder blandt andet, at spørgsmål om identifikation¹¹ og ejendomsretlige problemstillinger ikke analyseres.

-
7. Jævnfør *Joseph Lookofsky*: Køb – Dansk indenlandsk købsret, 2002, s. 73, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret I, 2000, s. 64 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 48.
 8. Se herom blandt andre *Håkan Djurhuus/Karsten Kielland*: Kommanditselskabs-tegningsaftaler – ugyldighed og ansvar, R&R 1992, nr. 8, s. 43 og *Erik Werlauff*: Anpartsaftalers bindende virkning, 1994, s. 42 ff.
 9. Se herom særligt *Hans Helge Beck Thomsen*: Mangler ved pantebreve, 1996.
 10. Det primære værdipapirmarked udgøres af handelen med de værdipapirer, der udbydes i forbindelse med en børsintroduktion eller anden form for emission. Det civilretlige ansvar i forbindelse hermed har senest været til pådømmelse i Hafnia-sagen, UfR 2002.2067 H, og har påkaldt sig en betydelig interesse i den nordiske juridiske litteratur. Se blandt andre *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 177 ff, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff*: Efter Hafnia, UfR 2002B, s. 437, *Michael Bernhoft*: Hafnia Dommen – Caveat Investor?, NTfS 2002:3, s. 324, *Kristin Normann Aarum*: Prospektansvaret – behov for nytenkning?, TfR 2002/1-2, s. 239, *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 3 f og 505, *Catarina af Sandeberg*: Prospektansvaret, 2001, *Jon Stokholm*: Om garanterede emissioner, UfR 2000B, s. 58, *Gudmund Knudsen*: Selskapets ansvar for uriktige eller villedende oplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer, Tidsskrift for Forretningsjus 1997, s. 1-13, *Christina Hultmark*, Upplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 47 ff og *Per Samuelsson*: Information och ansvar, 1991. Prospektansvaret er tillige genstand for en dansk Ph.D.-afhandling ved *Dan Moalem*, der forventes indleveret i den nærmeste fremtid.
 11. For et nyere specialstudium heraf se *Bjarte Askeland*: Erstatningsretslig identifikasjon, 2002.

Analysen omfatter alene transaktioner omfattet af materiel dansk ret. Dette forudsætter enten, at der er tale om indenlandske handler eller om internationale køb, hvor den internationale privatret udpeger dansk obligationsret som retsgrundlag. Et køb anses for internationalt: (i) hvis kontraktparterne har forretningssted/bopæl i hver sit land, eller (ii) hvis kontraktparterne har forretningssted/bopæl i samme land, men ydelsen befinder sig i et andet land ved aftalens indgåelse eller skal leveres i et andet land.¹²

1.4 Metodeovervejelser

Metodeanvendelsen er i høj grad en bundet opgave. På den ene side bestemmes metoden af, hvad retsvidenskaben beskriver som “den almindelige retslære”. Herved forstås en almindelig anerkendt metode til systematisering af retskilder samt fortolkning af retten.¹³ På den anden side bestemmes metoden af afhandlingens formål.

Når afhandlingens formål er at foretage en obligationsretlig analyse af insiderhandel efter dansk ret, ligger der heri en henvisning til den retsdogmatiske metode, hvorved jeg primært forstår en beskrivelse og analyse af gældende ret.¹⁴ Enkelte steder inddrages retshistoriske betragtninger som fundament for forståelsen af reglernes nuværende indhold.

Analysen finder i et vist omfang inspiration hos og støtte i fremmed og international ret. Inddragelsen heraf sker dog under overvejelser om foreneligheden med vor retstradition og værdigrundlag. På obligationsrettens område er det nordiske retsfællesskab centralt, og de enkelte retsordener rummer mange gennemgående træk. Inden for visse af formuerettens centrale dele er lovgivningen sågar et resultat af fællesnordiske udredningsarbejder.¹⁵ Retsfællesskabet betyder, at erfaringsmaterialet kan udvides ganske betragteligt. Af interesse er såvel de nordiske retsvidenskabelige hovedværker som den samlede mængde af retsafgø-

12. Definitionen af internationalt køb er ikke identisk med CISGs anvendelsesområde, jævnfør CISG artikel 1. CISG finder desuden ikke anvendelse på aktier eller finansielle instrumenter, jævnfør artikel 2 (d) “This convention does not apply to sales of stocks, shares, investment securities or money”. Om de internationale køb se blandt andre *Joseph Lookofsky*: Internationale køb, 1989, *Nils Elmelund m.fl.*: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 223 ff, *Allan Philip*: EU – IP, 1994 og *Svenné Schmidt*: International formueret, 1987.

13. Af dansk juridisk litteratur bør følgende hovedværker fremhæves: *Alf Ross*: Om ret og retfærdighed, 1971, *Preben Stuer Lauridsen*: Retslæren, 1977, *samme*: Om ret og retsvidenskab, 1992, *Stig Jørgensen*: Retfærdighed og Ret, I-II, 1990-1991, *Morten Wegener*: Juridisk metode, 2000.

14. Jævnfør *Morten Wegener*: Juridisk metode, 2000, s. 67, *Stig Jørgensen*: Ret og samfund, 1970, s. 22 f og *Bo von Eyben*: Juridisk Ordbog.

15. Dette gælder bl.a. på aftale- og køberettens område.

relser fra de nordiske domstole. På områder præget af fællesnordisk lovgivning foreligger der i øvrigt en tradition for at tillægge nordiske domstolsafgørelser samme retskildeværdi som egne nationale afgørelser.¹⁶ Hertil kommer, at den juridiske metodes retskilde- og fortolkningsprincipper i vid udstrækning er identiske, hvorved såvel norske som svenske metodefremstillinger kan anvendes med et betydeligt udbytte.¹⁷ Herudover hentes der stedvis inspiration i tysk og i føderal amerikansk ret. Som en yderligere referenceramme anvendes *international ret* (PICC, PECL og CISG) om end i et begrænset omfang. Afhandlingen indeholder ikke egentlige komparative afsnit. I stedet indrages den fremmede eller internationale ret “a la carte” i forhold til konkrete problemstillinger. Enten som erfaringsgrundlag, hvor dette er muligt, eller som inspirations- og diskussionskilde.

Den retsøkonomiske metode synes i dag at have vundet bred tilslutning i skandinaviske retsvidenskabelige værker.¹⁸ Metoden betragtes i almindelighed som en særlig *økonomisk* disciplin, hvis genstand er en analyse af den retlige regulering med udgangspunkt i økonomiske teorier.¹⁹ Da der er tale om en retsdogmatisk afhandling, må retsøkon-

-
16. Jævnfør *Thomas Wilhelmsson*: Legal integration as disintegration of national law, i *Legal Polycentricity* (ed) *Petersen/Zahle*, 1995, s. 144.
 17. Jævnfør *Morten Wegener*: Juridisk Metode, 2000, s. 11. Af *norske* fremstillinger bør fremhæves *Torstein Eckhoff*: Rettskildelære, 1993, *samme*: Rettssystemer, 1991, *Erik Boe*: Innføring i juss, 1993, *Niels Kristian Sundby*: Om normer, 1978. Det *svenske* hovedværk er *Stig Strömholm*: Rätt, rättskällor och rättsstillämpning, 1997. Af andre svenske fremstillinger bør fremhæves *samme*: Allmän rättslära, 1988, *Alexander Peczenik*: Juridisk Argumentation, 1990, *Jan Hellner*: Rättsteori, 1988.
 18. Den første danske afhandling, der anvendte retsøkonomi i videre omfang, er *Jan Schans Christensens* engelsksprogede doktorafhandling, *Contested Takeovers*, fra 1991. Siden er fulgt *Thomas Riis'* ph.d.-afhandling, *Ophavsret og retsøkonomi*, fra 1996. *Paul Krüger Andersens* doktorafhandling, *Dansk koncernret*, fra 1996 indeholder en gennemgang af den retsøkonomiske organisationsteori. Også i *Vibe Ulfbecks* doktorafhandling, *Kontrakters relativitet*, fra 2000 anvendes retsøkonomien. I *Ruth Nielsen/Paul Krüger Andersen*, *Retsøkonomi og retskildelære*, UfR 1998B, s. 476 opfordres til øget fokus på retsøkonomien. Af nordisk litteratur kan fremhæves *Per Samuelssons* doktorafhandling, *Information och ansvar* fra 1991, *Thomas Wilhelmssens* afhandling om aftalelovens § 36, optrykt i TfR 1995.1, *Claes Bergström/Per Samuelsson*, *Aktiebolagets grundproblem* fra 1997, *Bengt Domeij's* doktorafhandling, *Läkemedelspatent* fra 1998, *Catarina af Sandebers* doktorafhandling: *Prospektansvaret*, 2001. I *Per Samuelsson*, *Rättsekonomin*s opkomst, SvJT 1997.528 betvivles, at man overhovedet kan forske i aktieselskabsret uden anvendelse af retsøkonomi. Også *Carl Martin Roos* advokerer for øget fokus på retsøkonomien i sin artikel: *Varför rättsekonomi?* i TfR 1993.227.
 19. Jævnfør blandt andre *Morten Wegener*: Juridisk metode, 2000, s. 52, *Carl Martin Roos*: *Varför rättsekonomi*, TfR 1993, s. 227, og *Göran Skogh/Per Samuelsson*: *Juridisk forskning i gränsområdet mot ekonomi – eksemplet insiderhandel*, *Regulering og styring I*, 1989, s. 91 ff. Det er bemærkelsesværdigt, at begrebet retsøkonomi ikke findes i *Bo von Eyben*, *Juridisk ordbog*, 1995.

mien spille en beskeden rolle. Det betyder ikke, at den findes af mindre eller ringe betydning. Blot må disse betragtninger have et begrænset omfang som følge af afhandlingens disponering.

1.5 Oversigt over fremstillingen

Som fundament for den obligationsretlige analyse behandler *kapitel 2* den værdipapirhandelsretlige definition af insiderhandel. Definitionen er på væsentlige punkter (naturligt nok) identisk med obligationsrettens udnyttelsesforbud ved fortielser af bestemmende viden.

I *kapitel 3* behandles de tværgående emner, der er fælles for den obligationsretlige analyse. Herunder hører en gennemgang af værdipapirhandelens udvikling og anatomi, hvor den centrale sontring mellem direkte transaktioner og markedstransaktioner præsenteres. Det fastslås, at det for begge transaktionsformers vedkommende kun er de investorer, der står i et kontraktforhold med insideren, der opnår en obligationsretlig beskyttelse. Kapitlet rummer herudover en analyse af den loyale oplysningspligt, af insiderhandelens praktiske hændelsesforløb og af forholdet imellem aftale- og køberetten.

Kapitel 4 og 5 indeholder den aftale- og købe-/obligationsretlige analyse. De relevante regler og grundsætninger kvalificeres, indholdet bestemmes, og de mulige krav opstilles. Kapitel 4 afsluttes med en gennemgang af den relevante retspraksis om ugyldighed ved værdipapirhandel. Der foreligger ikke en tilsvarende retspraksis om misligholdelse i kapitel 5.

Det afsluttende *kapitel 6* indeholder et udpluk af de retsteoretiske overvejelser, som arbejdet med afhandlingen har givet anledning til. Herunder falder overvejelser over retfærdighed og tab samt om brydningsfeltet mellem obligations- og værdipapirhandelsretten. Kapitlet afsluttes med en behandling af afhandlingens sekundære formål indeholdende en vurdering af og refleksioner over gældende ret. Vurderingen er, at lige tilfælde behandles forskelligt for så vidt angår markedstransaktionerne. Det konkluderes, at retsstillingen for disse transaktioner bør ændres de lege ferenda, og der opstilles visse overvejelser og parametre, en sådan ændring bør forholde sig til.

Kapitel 2

Om insiderhandel

2.1 Historik

Hvor udviklingen af de obligationsretlige udnyttelsesforbud har adskillige århundreder bag sig, har det værdipapirhandelsretlige insiderforbud endnu ikke rundet sine første tyve år. Den unge alder skyldes, at man langt op i det sidste århundrede primært anså insiderhandel som et obligationsretligt problem. I forarbejderne til aftaleloven af 1917 opstilles således følgende insidereksempel på en svigagtig fortielse: “En mand tilbyder en anden Aktier til Købs til høj Kurs, uden at han, skønt han er klar over, at Medkontrahenten er ganske uvidende herom, oplyser, at han lige har faaet at vide, at det paagældende Aktieselskab er gaaet fallit”.²⁰ I takt med udviklingen og, måske lige så vigtigt, den samfundsmæssige betydning af værdipapirhandelen, ændrede lovgivningsmagten dog gradvist sit syn herpå. Fra udelukkende at udgøre en krænkelse af medkontrahenten, anses insiderhandel i dag tillige at være en krænkelse af selve værdipapirmarkedets integritet, jævnfør forarbejderne, hvor det udtales, at “formålet med at indføre insider-forbud, som er strafsanktionerede, er...primært at sikre en generel samfundsmæssig interesse i at skabe og bevare tilliden til det finansielle marked”.²¹

Det første skridt til et værdipapirhandelsretligt forbud mod insiderhandel blev dog ikke taget af lovgiver. I 1979 vedtog Københavns Fondsbørs en god skik-regulering heraf i sine Børsetiske regler. Først syv år senere (ved Børsreform I af 1986) suppleredes denne regulering med et egentlig strafsanktioneret forbud i fondsbørslovens § 39.²² I en europæisk sammenhæng er den unge alder imidlertid ikke noget sær-

20. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (anden spalte). Eksemplet illustrerer på udmærket vis det fælles omdrejningspunkt for værdipapirhandels- og obligationsrettens regulering af fortielser.

21. Se Betænkning nr. 1216/1991 om Insider-handel, s. 33.

22. Med børsreformen vedtoges Lov om Københavns Fondsbørs, der trådte i kraft den 1. januar 1987. Af litteratur om fondsbørslovens § 39 se særligt *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 13 f, *Mette Winther Nielsen*: Skal de danske insider trading regler ændres?, R&R 1991:1, s. 25, *Jørgen Boe*: Insider trading – i teori og praksis, R&R 1990:5, s. 49, *Erik Werlauff/Peer Schaumburg Müller*: Insider trading i retlig belysning, UfR 1988B, s. 73 og *P. E. Skaaning-Jørgensen*: Insider trading “på dansk”, R&R 1987:8, s. 10.

syn. Hos flere af de nuværende EU-lande har der kunnet spores en betydelig tilbageholdenhed med at indføre et forbud mod insiderhandel. Til eksempel indførtes det tyske forbud så sent som i 1994.²³

På det fælleseuropæiske plan finder man et første tilløb til en insiderregulering tilbage i 1970. Det oprindelige forslag til Statutten for Det Europæiske Fællesskab indeholdt i artikel 82 en registreringspligt og et spekulationsforbud for de primære insidere.²⁴ Forslaget blev dog taget ud igen og først 17 år senere, i 1987, fremsatte Kommissionen et forslag til et direktiv om insiderhandel.²⁵ Forslaget modificeredes²⁶ og i 1989 kunne det endelige Insiderdirektiv vedtages.²⁷

Det førte til nedsættelsen af det danske Børsudvalg, der i 1990 fik som kommissorium blandt andet at vurdere den gældende insiderregulering med henblik på direktivimplementeringen. Udvalget afgav sin betænkning i marts 1991 (Insiderbetænkningen),²⁸ og i august måned samme år tilpassedes insiderforbuddet direktivets krav.²⁹ Herefter overførtes forbuddet som følge af Børsreform II i 1996 til værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1, hvor det befinder sig i dag.³⁰ Som følge af domsresultatet i en retssag om den territoriale anvendelse³¹ ændredes forbuddet i 2000 til at omfatte værdipapirer, blot de var optaget til handel på en fondsbørs eller et reguleret marked.³² Desuden omfattede for-

23. Se BGB 1. I 1749 (1994). Herved overskred Tyskland implementeringsfristen for insiderdirektivet med 2 år.

24. Se EFT 1970 nr. L 124/1, Modificeret ved Supplement nr. 4/1975, EF Bulletin.

25. Se EFT 1987 nr. C 153/8.

26. Se EFT 1988 nr. C 277/13.

27. Se EFT 1989 nr. L 334/30 – Direktiv 1989/592 om insiderhandel. Om direktivet se *Erik Werlauff*: EU-selskabsret, 2002, s. 425 ff og *Vanessa Edwards*: EC Company Law, 1999, s. 307 ff, *David Moalem/Jakob Kristensen*: Insider trading – ulovlig handel med værdipapirer, Justitia 1998:3, s. 11 ff, *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 17 ff og *Klaus Hopt/Eddy Wymeersch (Ed.)*: European Insider Dealing – Law and practice, 1991, s. 65 ff.

28. Se Betænkning nr. 1216/1991 om Insider-handel.

29. Se Lov nr. 343 af 6. juni 1991.

30. Om børsreform II se *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 16 ff og *Jesper Lau Hansen*: Fondsbørsen – Aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning, 1999, s. 84 ff.

31. Se UfR 2000.2356 ØL, hvor der var handlet med værdipapirer optaget til handel på NASDAQ (amerikansk marked).

32. Se lov nr. 1327 af 20. december 2000, der betød, at følgende ord udgik af værdipapirhandelslovens § 34, stk. 1, nr. 1: “i et land inden for den Europæiske Union eller i lande, som Fællesskabet har indgået samarbejdsaftaler med”. Den territoriale anvendelse begrænses dog af de danske domstoles jurisdiktionskompetence efter straffelovens §§ 6-9. Den brede anvendelse er kritiseret hos *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 405, *Nis Jul Clausen*: Hard cases make bad laws, UfR 2001B, s. 388 ff og *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 212 ff.

buddet handel i unoterede instrumenter, såfremt de var knyttet hertil. I 2002 udvidedes dette anvendelsesområde til at omfatte handel med unoterede andele i investeringsforeninger, specialforeninger og tilsvarende udenlandske investeringsinstitutter.³³ Det sidste reguleringstiltag blev taget i januar 2003, hvor EU vedtog et nyt direktiv om markeds- misbrug (Markedsmisbrugsdirektivet) til afløsning af det hidtidige Insiderdirektiv.³⁴ Markedsmisbrugsdirektivet nødvendiggør visse ændringer i definitionen af insiderhandel.³⁵

2.2 Forbuddet mod insiderhandel

Forbuddet mod insiderhandel og definitionen af intern viden fremgår af værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 og § 34, stk. 2:

§ 35, stk. 1. Køb, salg og tilskyndelse til køb eller salg af et værdipapir må ikke foretages af nogen, der har intern viden, som kan være af betydning for handelen.

§ 34, stk. 2. Ved intern viden forstås ikke offentliggjorte oplysninger om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysning-

33. Ved lov nr. 427 af 6. juni 2002.

34. Se EFT 2003 nr. L 96/16 direktiv 2003/6 (EF). Direktivet er blot en mindre del af det større saneringsarbejde, der i disse år pågår i EU-regi. Lovgivningsinitiativerne på såvel EU- som nationalt plan betyder, at rammerne for værdipapirhandelen ændres i et ikke-ubetydeligt omfang. Se herom i et dansk perspektiv *Rasmus Hansen Schmiegelow/David Moalem/Dan Moalem*: Reguleringen af værdipapirmarkedet – status og perspektiver, *FinansInvest* 2003:1, s. 16 ff.

35. Om direktivet se *Jesper Lau Hansen*: Forslaget til et EU-direktiv om markedsmisbrug, *NTfS* 2001:3, s. 352. Om de nødvendiggjorte ændringer i insiderregisteret se *David Moalem*: Det danske insiderregister – to skridt frem og ét tilbage, *Ju* 2003:6, s. 227. Terminologisk anvender Markedsmisbrugsdirektivet “finansielle instrumenter” i stedet for “værdipapirer” og “specifik” i stedet for “præcis”. Heri kan dog ikke antages at bestå nogen forskel. Direktivet indeholder derimod visse præciseringer af intern viden, herunder om videnbegrebet ved handel med råvarederivater. Se nærmere herom i CESR, Consultation Paper on Market Abuse, CESR/2003-102b, april 2003. Med udgangspunkt i Markedsmisbrugsdirektivet har EU udstedt følgende udfyldende regelsæt: Kommissionens direktiv 2003/124/EF (EFT 2003 nr. L 339/70) om definitionen af intern viden og offentliggørelse heraf og definitionen af kursmanipulation, Kommissionens direktiv 2003/125/EF (EFT 2003 nr. L 339/73) om redelig fremlæggelse af investeringsanbefalinger og oplysning om interessekonflikter, Kommissionens forordning nr. 2273/2003/EF (EFT 2003 nr. L 336/33) om tilbagekøbsprogrammer og stabilisering af finansielle instrumenter samt Kommissionens direktiv 2004/72/EF (EFT 2004 nr. L 126/70) om accepteret markedspraksis, definition af intern viden i forbindelse med varederivater, udarbejdelse af liste over insiders, anmeldelse af ledende medarbejderes transaktioner og af mistænkelige transaktioner.

gerne blev offentliggjort. En oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling af denne. Som sådan offentliggørelse anses meddelelse til en fondsbørs, når oplysningen er videresendt herfra.

Med formuleringen “nogen, der har intern viden” fastlægges, at *enhver* juridisk eller fysisk person er omfattet af insiderforbuddet.³⁶ Afgørende er udelukkende, om den pågældende er i besiddelse af intern viden.³⁷ Hvordan, insideren er kommet i besiddelse heraf, er uden betydning. Det betyder, at udstederen selv, selskabets direktør, rengøringskonen, taxa-chaufføren og industrispionen alle vil være omfattet.³⁸ Om end sondringen imellem primære og sekundære insidere ikke har betydning i forhold til den ansvarlige personkreds, må de primære insidere ikke desto mindre antages at være underlagt en skærpet ansvarsnorm. Til eksempel vil direktøren, forud for en handel med værdipapirer i eget selskab, have en særlig mulighed for at sikre sig, at der ikke foreligger intern viden, fx ved at undersøge om oplysningen er offentliggjort, hvis han er i tvivl.³⁹ Den

36. Forbuddet gælder dog ikke værdipapirhandlers sædvanlige handel “såfremt handelen sker på en kundes vegne og som et normalt led i effektueringen af kundens ordre, eller...som market-maker i det pågældende værdipapir”, jævnfør værdipapirhandelslovens § 35, stk. 3. Forbuddet gælder ligeledes ikke “transaktioner, der udføres af en suveræn stat, dens central-bank eller den, der handler på dsses vegne, når transaktionerne sker som led i vedkom-mende stats pengepolitik, valutapolitik eller gældsforvaltningspolitik”, jævnfør værdipapir-handelslovens § 35, stk. 4. Sådanne transaktioner anses for legitime og udgør følgelig ikke noget misbrug af intern viden. Insiderforbudets misbrugsreservation betyder tillige at viden om bevæggrundene for at handle og om markedsforhold ikke er omfattet af forbudet. Insi-derforbudets misbrugsreservation er synonymt med det obligationsretlige retsstridighedsfor-behold, der behandles nedenfor i afsnit 3.6.3.

37. Om de særlige problemer for juridiske personers handel, herunder om egne aktier og kinesi-ske mure se *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 413 ff, *Peer Schaumburg-Müller*: Dansk Børsret, 1. del – Almindelige emner, 2003, s. 332, *Dan Moalem*: Investeringsbankers corporate finance- og analyseaktiviteter – Om chinese walls og wall crossing, Juridiske Emner 2003, s. 162, *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 332 ff, og *Erik Werlauff*: Børs- og kapitalmarkedsret, 2000, s. 280 ff.

38. Det norske insiderforbud omfatter ligeledes enhver, jævnfør værdipapirhandelslovens § 2-1 “noen som har oplysninger”. Se herom *Tor Bechmann m.fl.*: Verdpapirhandeloven – Kommentarutgave, 2002, s. 83 f. Den svenske insiderstraflov § 2 omfatter derimod kun de primære insidere, der har en “anställning, uppdrag eller anden befattning”. Se herom *Cata-rina af Sandeberg*: Marknadsmissbruk, 2002, s. 67 ff og *Lars Afrell m.fl.*: Lärobok i kapital-marknadsrätt, 1998, s. 282 f. Sondringen anvendtes ligeledes i Insiderdirektivet og er videre-ført i det nylyt vedtagne Markedsmisbrugsdirektiv.

39. Om den skærpede ansvarsnorm i obligationsretten se nedenfor i afsnit 3.6.5 Hjemmels-grundlaget.

materielle ansvarsskærpelse må tillige få en vis processuel betydning i form af en lempelse af beviskravene til uagtsomhed/forsæt.^{40 41}

Insiderforbuddet må antages at være fuldbyrdet ved selve aftaleindgåelsen, jævnfør formuleringen “Køb, salg...”.⁴² Såfremt, der ikke indgås en aftale, er der ikke lidt nogen skade, hverken for værdipapirmarkedet eller for enkelte af investorerne. Den fortiede viden og insiderens adfærd vurderes dog ex ante, det vil sige på det tidspunkt, hvor insideren er endeligt bundet af sit tilbud eller accept.⁴³ Det betyder imidlertid ikke, at en efterfølgende kursstigning ikke kan tillægges betydning som bevisdata for, at der var tale om en bestemmende intern viden.

Til overtrædelse af forbuddet kræves bevis for, at insideren havde kendskab til den interne viden. Når dette bevis er ført, er det tilstrækkeligt, hvis det bevismæssigt tør lægges til grund, at insideren burde vide, at der var tale om en intern viden, jævnfør straffelovens § 19.⁴⁴ I overensstemmelse med de obligationsretlige udnyttelsesforbud findes det derimod uden betydning, om der foreligger en berigelseshensigt hos insideren.⁴⁵

Foruden forbuddet imod insiderhandel indeholder værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 et selvstændigt forbud imod “tipping”, jævnfør

40. Jævnfør også Silcon-dommen (Ufr 1995.905 H), hvor retten med formuleringen “navnlig i kraft af sin stilling i virksomheden og som professionel på området” kvalificerede overtrædelsen som forsættlig. Om sontringens betydning se *David Moalem: Det danske insiderregister – to skridt frem og et tilbage*, Ju 2003:6, s. 230, *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 410 f, *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 7 f og *David Moalem: Insiderpersonkredsen – sontringen mellem primære og sekundære insidere*, Ju 1999:3, s. 113.

41. I norsk ret har man indført en sådan undersøgelsespligt, hvorefter de primære insidere skal foretage en forsvarlig undersøgelse af, om der foreligger intern viden hos udstederen, førend de handler dennes værdipapirer, jævnfør verdipapirhandelslovens § 2-3.

42. Om den tilsvarende obligationsretlige bedømmelse se nedenfor i afsnit 3.5 Karakteristik af den loyale oplysningspligt.

43. Jævnfør Børsreform II-betænkningen (Betænkning nr. 1290/1995), Bind 4, s. 62. Se herom tillige *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 412, *Peer Schaumburg-Müller: Dansk Børsret*, 1. del – Almindelige emner, 2003, s. 325 og *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 289. Fuldbyrdelsestidspunktet anses også i norsk ret at være afslutningstidspunktet, jævnfør Ot. Prp. 1996/97:29, s. 29. Se herom *Tor Bechmann m.fl.: Verdipapirhandelloven – Kommentarutgave*, 2002, s. 81. Ex ante vurderingen fremhæves i svensk ret hos *Lars Afrell m.fl.: Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 1998, s. 287.

44. Jævnfør *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 329 ff og nu også Markedsmisbrugsdirektivets præambel betragtning 18.

45. Dette er i modsætning til forbuddets “søsterbestemmelse” om bedrageri i straffelovens § 279, jævnfør tillige *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 412.

formuleringen “tilskyndelse til køb eller salg”.⁴⁶ Om end dette forbud er placeret i selve handelsforbuddet, er der tale om en forebyggende regel, der forbyder medvirken til insiderhandel. Bestemmelsen bør derfor ses i sammenhæng med værdipapirhandelslovens § 36, stk. 1, der forbyder videregivelse af intern viden.

2.3 Intern viden-begrebet

Det er selve besiddelsen af den interne viden, der skaber informationsasymmetrien i værdipapirmarkedet. Begrebet udtrykker en bestemmende viden, der endnu ikke er afspejlet i værdipapirets kurs. Det betyder, at den insider, der er i besiddelse heraf, kan handle til en bedre kurs end den “rigtige kurs”.⁴⁷ Er den interne viden positiv, kan insideren købe “for billigt”, og er den negativ kan han sælge “for dyrt”. Forskellen mellem insideren og de andre investorer er, at insideren, med overvejende sandsynlighed, kan fastlægge, at værdipapirkursen vil ændre sig i positiv eller negativ retning. Derved handler han ikke på samme vilkår (risici) som resten af værdipapirmarkedet, og dette er grunden til, at misbruget (udnyttelsen) af den interne viden forbydes i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1.⁴⁸

Til brug for begrebets nærmere kvalifikation, kan særligt tre spørgsmål opstilles: hvad forstås ved intern? viden om hvad? og hvilken betydning skal den pågældende viden have? Rammerne herfor udstikkes i værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2, der fastlægger, at der skal være tale om (i) interne oplysninger, om (ii) udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som (iii) må antages at få betydning for kursdannelsen. Det nærmere indhold heraf analyseres nedenfor.

46. Ved “tipping” forstås, at en person bibringes en opfattelse af, at der vil ske noget positivt eller negativt af bestemmende betydning for værdipapirets kurs. Eksempelvis ved en meddelelse om, at “der vil ske noget forfærdeligt i morgen”. Herved får modtageren ikke viden om bestemte kendsgerninger, men han kan indgå fordelagtige handler på samme måde, som hvis han var i besiddelse heraf.

47. Forstået som den forventede kurs efter offentliggørelsen af den interne viden.

48. Samme begrundelse ligger bag de obligationsretlige udnyttelsesforbud. Se herom nedenfor i afsnit 3.6.

2.3.1 Interne oplysninger

Som synonym for intern viden anvender værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2 begrebet ikke offentliggjorte oplysninger. Bestemmelsen indeholder imidlertid ikke nogen definition heraf. I stedet afgrænses begrebet negativt ved at kvalificere, hvornår en oplysning anses for offentliggjort. I sproglig forstand synes man derved at "gå over åen efter vand". Den interne viden kan med det samme materielle indhold defineres således: *En oplysning anses for intern, når der ikke er sket en for markedet generel og relevant videreformidling. Ved meddelelse til en fondsbørs anses oplysningen for intern, indtil den er videresendt herfra.*

Definitionen indeholder i realiteten to meget forskellige vurderinger. Hvor den første indeholder et konkret skøn over, om der er sket en generel og relevant videreformidling, indeholder den anden en retsteknisk præcis regel, hvorefter en oplysning aldrig kan være intern, når den er videresendt fra fondsbørsen.⁴⁹ At den anden del er objektiv betyder, at når fondsbørsen har videresendt oplysningen, vil der ikke kunne være tale om intern viden, uanset at den overvejende del af markedsdeltagerne ikke har haft mulighed for at gøre sig bekendt hermed.⁵⁰

Er der ikke sket en videresendelse fra fondsbørsen, må det vurderes, om der i det konkrete tilfælde er sket en for markedet generel og relevant videreformidling. En sådan kan eksempelvis foregå via radio, TV, landsdækkende dagblade eller via netbaserede informationstjenester såsom Reuters og Bloomberg. Uanset det enkelte medies generelle karakter og udbredelse, må videreformidlingen vurderes konkret. Er offentliggørelse sket via Tingbogen, Dansk Patenttidende, Erhvervs- og Selskabsstyrelsen eller lignende, kan kravet efter omstændighederne lempes. Her er der tale om tidsskrifter og registre med en begrænset udbredelse, men hvor

49. Retsstillingen er identisk i Norge, jævnfør *Tor Bechmann m.fl.*: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave, 2002, s. 92 med henvisning til børsforskriftens § 23-2. Den svenske Insiderstrafflags § 1 indeholder derimod kun det generelle kriterium "icke offentliggjord eller inte allmänt känd omständighet". Se herom *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmisbruk, 2002, s. 85 og *Lars Afrell m.fl.*: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 285 f.

50. Jævnfør herom *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 406 og *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 46 f. I praksis vil dette sjældent give anledning til problemer, da Københavns Fondsbørs A/S ved udsendelsen af børsmeddelelser etablerer en børspause, hvor der ikke kan handles i det pågældende værdipapir. Såfremt en insider indgår en handelsaftale i børspausen, vil dette derimod, uanset det ikke er insiderhandel, være en overtrædelse af obligationsrettens loyale oplysningspligt, jævnfør Insiderbetænkningen, s. 23, (der dog kun henviser til de aftaleretlige ugyldighedsregler). Se herom tillige *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 406 og *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 302.

offentliggørelsen i visse henseender medfører særlige retsvirkninger. Dette taler for ikke at betragte oplysningen som intern.⁵¹

Intern viden afgrænses i forhold til værdipapirmarkedet. Dette er i modsætning til det obligationsretlige videnbegreb, hvor kendskabet afgrænses over for den konkrete medkontrahent. Forskellen bliver særlig tydelig ved opstillingen af det klassiske eksempel med konkret informationsparitet imellem aftaleparterne. Er begge parter i en handel i besiddelse af den samme viden, foreligger der naturligvis ikke noget obligationsretligt problem. Den konkrete informationsparitet er derimod uden betydning i værdipapirhandelsretten, hvor intern ikke knytter sig til aftaleforholdet, men derimod til om der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling, jævnfør værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2. Er en sådan videreformidling ikke sket, vil insideren derfor principielt være omfattet af forbuddet imod insiderhandel.⁵² I kraft af at insiderforbuddet bygger på et hensyn til markedet, kan man dog i visse af de tilfælde, hvor handlen foregår som en direkte transaktion,⁵³ argumentere for konkret at holde forholdet uden for insiderforbuddet.⁵⁴ Markedstransaktionerne må derimod altid antages at være omfattet af insiderforbuddet, uanset at det bagefter viser sig, at der forelå konkret informationsparitet imellem parterne.⁵⁵

51. Dette gælder dog kun for handler, der foretages af sekundære insidere. En primær insider kan ikke blot afvente en offentliggørelse af selskabets seneste opfindelse i eksempelvis Dansk Patenttidende og umiddelbart herefter handle, førend oplysningen er kommunikeret til markedet, jævnfør Insiderbetænkningen, s. 25 og *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 303 f. Samme retsstilling antages for norsk rets vedkommende af *Tor Bechmann m.fl.: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave*, 2002, s. 93.

52. Jævnfør Insiderbetænkningen, s. 33: “kan...[der] være tale om en strafsanktioneret overtrædelse...”. Se tillige A&U 2001.1.20, hvor Københavns Fondsbørs udtaler, at forbuddet mod insiderhandel “gælder uanset om medkontrahenten måtte være i besiddelse af samme viden, og uanset om medkontrahenten måtte vide, at modparten er i besiddelse af intern viden”. Af samme opfattelse i litteraturen se *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 411, *Peer Schaumburg-Müller: Dansk Børsret*, 1. del – Almindelige emner, 2003, s. 326, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Bruun Hansen: Dansk Børsret*, 1996, s. 300.

53. Se om sondringen imellem direkte transaktioner og markedstransaktioner nedenfor i afsnit 3.3.2.

54. Hjemmelen må i så fald være *misbrugsreservationen* (retsstridighedsforbeholdet), der udtrykkes i overskriften til værdipapirhandelslovens kapitel 10 “Misbrug af intern viden”. Om en sådan anvendelse af misbrugsreservationen er gældende ret, er dog tvivlsom. Se herom *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 322 ff. I norsk ret antager *Tor Bechmann m.fl.: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave*, 2002, s. 94 f, at der som følge af misbrugsreservationen ikke kan foreligge insiderhandel i direkte transaktioner med konkret informationsparitet. Se tillige *Knut Bergo: Børs- og verdpapirrett*, 1998, s. 490.

55. Se for den samme retsstilling i norsk ret *Ot. Prp 1990/91:72*, s. 31 og *Tor Bechmann m.fl.: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave*, 2002, s. 95.

2.3.2 Videnkategorierne

I værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2, 1. pkt. indeholdes følgende definition af de omfattede videnkategorier: viden om udstedere af værdipapirer, om værdipapirer eller om markedsforhold vedrørende disse. Selv om formuleringen umiddelbart opstiller tre kategorier, fremgår det af lovens forarbejder, at “viden om markedsforhold” udelukkende er tænkt som en præcisering af, at “viden om en tredjemands planer om at købe eller sælge en betydende post af et bestemt værdipapir kan karakteriseres som intern viden”.⁵⁶ Da det ikke er en kategori i sig selv, burde man dog være blevet stående ved denne udtalelse i forarbejderne, i stedet for at medtage den i selve lovteksten. Der består altså kun to videnkategorier: viden om udstederen og viden om værdipapiret.⁵⁷

Med *viden om udstedere af værdipapirer*, sigtes der til selskabsoplysninger. Der kan tænkes utallige eksempler herpå og en god vejledning fås ved gennemlæsning af Noteringsforpligtelserne på Københavns Fondsbørs A/S, der indeholder en udførlig opregning af kursrelevante oplysninger.⁵⁸ I forhold til forbuddet mod insiderhandel er det afgørende, om den pågældende viden er bestemmende for kursdannelsen, jævnfør herom umiddelbart nedenfor i afsnit 2.3.3. Som eksempler på selskabsoplysninger kan fremhæves forslag til vedtægtsændringer, retssager anlagt af eller mod selskabet, nye forskningsresultater og produkter, regnskabsoplysninger, udvidelser og indskrænkninger af selskabets aktiviteter, samarbejdsaftaler, fusionsforslag og så videre.

Den anden kategori omfatter *viden om værdipapiret*.⁵⁹ Herunder falder den indledningsvist omtalte viden om en tredjemands købs- eller salgsplaner.⁶⁰ Ifølge forarbejderne sigtedes der herudover særligt til “oplysninger om påtænkte generelle eller specifikke økonomiske/politiske beslutninger”.⁶¹ Lovgivningstiltag, der har til formål at dæmpe,

56. Se Insiderbetænkningen s. 26 f.

57. Insiderdirektivets artikel 1 indeholdte ligeledes kun disse to kategorier, der nu er overført til Markedsmisbrugsdirektivets artikel 1.

58. Se Regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S, Del II, Afsnit 3, Kapitel 4 (oplysningsforpligtelser). Se nærmere om regelsættet og om 2002-reformen heraf *Dan Moalem/David Moalem*: Nye regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S, NTfS 2002:2, s. 147.

59. Formuleringen blev indsat ved lov nr. 343 af 6. juni 1991 i forbindelse med implementeringen af Insiderdirektivet. Indtil da omfattede fondsbørslovens § 39 udelukkende selskabsoplysninger, jævnfør formuleringen “oplysninger om den pågældende udsteder”.

60. Se tilsvarende for norsk ret *Tor Bechmann m.fl.*: Verdpapirhandelloven – Kommentarutgave, 2002, s. 87.

61. Jævnfør Insiderbetænkningen, s. 26.

stabilisere eller fremme økonomien, vil i mange tilfælde påvirke det private erhvervsliv, enten direkte eller indirekte. Som eksempler kan fremhæves ændringer i diskontoen eller skatte- og erhvervsstøtte Lovgivningen.^{62 63}

2.3.3 Betydningen af den interne viden

Det sidste led i definitionen af intern viden omhandler dens betydning, jævnfør formuleringen "må antages at få betydning for kursdannelsen" i værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2, 1. pkt. Heraf fremgår, at der er tale om en objektiv standard, hvorefter bedømmelsen må foretages med udgangspunkt i, hvad en rationel investor formodes at ville tillægge vægt.⁶⁴ Med formuleringen »betydning for kursdannelsen« valgte lovgiver en velkendt konstruktion fra obligationsretten, hvor lignende formuleringer anvendes i aftalelovens § 30, stk. 2 ("kan antages at være af betydning for erklæringen") og i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3 ("forhold, der har...betydning for køberens bedømmelse af genstanden"). Det gælder da også for enhver handel, at en aftalepart kun kan opnå en fordel ved at fortie en viden af en vis betydning. Om der handles med et værdipapir eller med en bil, gør ingen forskel, og bedømmelsen vil derfor i vidt omfang være den samme i værdipapirhandels- og obligationsretten.

Med udtrykket "må antages" er der tilsigtet en lempelse af bevisbyrden. Referencerammen herfor var de tilsvarende formuleringer i de obligationsretlige udnyttelsesforbud, jævnfør forarbejderne, der henviser til aftalelovens § 33.⁶⁵ Det betyder, at det er tilstrækkeligt, såfremt en påvirkning af kursdannelsen bevismæssigt tør lægges til grund.

62. Jævnfør Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten, 2003, s. 407.

63. De nordiske lande synes at have valgt tre forskellige formuleringer af videnkategorierne. Om norsk ret se Tor Bechmann *m.fl.*: Verdpapirhandeloven – Kommentartutgave, 2002, s. 87 ff og for svensk ret Catarina af Sandeberg: Marknadsmisbruk, 2002, s. 84 og Lars Afrell *m.fl.*: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 285 f.

64. I Kommissionens direktiv (EFT 2003 nr. L 124/70) om definitionen af intern viden og kursmanipulation defineres intern viden som en »viden, som en fornuftig investor sandsynligvis vil benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger«, jf. direktivets artikel 1, nr. 2. Se tillige Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug, 2001, s. 289. Samme retsstilling antages i norsk ret, jævnfør forhandlingerne ved det 36. nordiske juristmøde, Del I, s. 156 og i føderal amerikansk ret, jævnfør James D. Cox *m.fl.*: Securities Regulation – Cases and Materials, 2001, s. 50 med note 18.

65. Se Insiderbetænkningen s. 29.

I obligationsretten anvendes “betydning” som synonym for begrebet *bestemmende viden*, der defineres som en viden, medkontrahenter i almindelighed vil tillægge betydning. Hertil kræves ikke, at medkontrahenten ville have afstået fra at handle, blot at han ville have handlet på andre vilkår.⁶⁶ Bestemmende afgrænses over for begreberne bagatelagtig og væsentlig viden. Ved *bagatelagtig viden* forstås viden om forhold, der normalt ikke har nogen betydning, eller som har en så ringe betydning, at retsordenen ikke finder medkontrahenten beskyttelsesværdig,⁶⁷ og *væsentlig viden* er en sådan, der findes af særlig betydning.⁶⁸ Det værdipapirhandelsretlige videnbegreb må, i overensstemmelse hermed, forstås således, at der foreligger en intern viden, hvis forholdets offentliggørelse må antages at være *bestemmende* for værdipapirets kurs.⁶⁹

Et i den sammenhæng væsentligt spørgsmål er, hvad der udgør den nederste grænse for indholdet af den pågældende viden. Spørgsmålet

66. Se om det obligationsretlige videnbegreb nedenfor i afsnit 3.6.2.

67. At en bagatelagtig påvirkning ikke vil være tilstrækkeligt fremhæves eksplicit i det norske Kredittilsyns Rundskriv nr. 17 af 14. oktober 2002, s. 1, hvor det udtales “at det ikkje skal mykje til før ein meldepliktig handel...som ikke er bagatelmessig [min fremhævelse], er å betrakte som innsideinformasjon”. Frem til 2001 indeholdt det norske forbud et væsentlighedskrav, hvorefter kursen skulle kunne påvirkes væsentligt. I dag er retsstillingen identisk med det danske videnbegreb, jævnfør Ot. Prp. 2000/01:80, s. 22 og *Tor Bechmann m.fl.: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave*, 2002, s. 87. I modsætning hertil opstiller den svenske insiderstraflags § 1 et væsentlighedskrav: “ägnad att väsentligt påverka kursen” og rekvisitten har givet anledning til betydelig debat om sit indhold. Se herom med yderligere henvisninger *Catarina af Sandeberg: Marknadsmissbruk*, 2002, s. 90 ff og *Lars Afrell m.fl.: Lärobok i kapitalmarknadsrätt*, 1998, s. 286 ff.

68. *Ussing* opstiller et insidereksempel med en sådan *væsentlig* fortieelse: “det [er] i Almindelighed retsstridigt at fortie bestemte Begivenheder, der helt forrykker Salgsgenstandens Værdi, f Eks ved Udbud af Aktier at fortie, at der lige er opdaget et stort Underslæb i Selskabet, eller ved Tilbud om Køb af Aktier at fortie, at et heldigt Salg af Selskabets Aktiver forøger Aktiernes Værdi med 50 %”, jævnfør *Henry Ussing: Aftaler paa Formuerettens Område*, 1950, s. 141 f.

69. Jævnfør Insiderbetænkningen s. 27 ff. Se af samme opfattelse i litteraturen *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 409, *Peer Schaumburg-Müller: Dansk Børsret*, 1. del – Almindelige emner, 2003, s. 325 og *Erik Werlauff/Peer Schaumburg-Müller: Europæisk Insiderret*, Ufr 1988B, s. 332. *Lau Hansen* anvender i stedet begrebet *væsentligt*, men med et lignende materielt indhold, jævnfør *Jesper Lau Hansen: Farlig viden*, Lov & Ret, 2002, s. 14: “*Væsentlighed* må være, om kursen *kunne* blive ændret” og *samme: Informationsmisbrug*, 2001, s. 283. Samme synonyme anvendelse af begreberne *bestemmende* og *væsentlig* ses undertiden anvendt i obligationsretten, jævnfør eksempelvis *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 418: “...skal forudsætningen have været væsentlig for løftegiveren...man spørger... med andre ord, om forudsætningen har været *bestemmende* for ham” og *Anders Vinding Kruse: Ejendoms køb*, 1990, s. 110: “...svigen har været *bestemmende* (væsentlig) for hans beslutning...”.

bliver sat på spidsen, såfremt der handles på baggrund af et tip om, at der vil ske noget positivt eller negativt. Her er der ikke tale om en viden om en faktisk kendsgerning eller lignende forhold. Ikke desto mindre vil den tippede være i samme situation, som havde han været i besiddelse heraf, idet han med overvejende sandsynlighed kan fastslå, at der vil ske noget positivt eller negativt af betydning for værdipapirets kurs. Det er da også denne erkendelse, der ligger bag det selvstændige forbud imod tipping i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1. I overensstemmelse hermed, må et tip antages at være omfattet af intern videnbegrebet.⁷⁰ I tråd hermed må også “mosaik-viden” anses for omfattet. Herved forstås en viden, der isoleret betragtet er bagatelagtig, men som kombineret med de øvrige tilgængelige oplysninger bliver bestemmende, idet den repræsenterer “den sidste brik i puslespillet” og dermed er i stand til at ændre vurderingen af den samlede mosaik af tilgængelige oplysninger.

Foruden videnbegrebets opdeling i bagatelagtig, bestemmende og væsentlig viden, kan begrebet “gradbøjes” i en faktisk viden (kendsgerninger), usikker viden og skønsmæssig viden.⁷¹ Den skønsmæssige viden vil ikke være omfattet af insiderforbuddet.⁷² Herunder falder de kvalificerede vurderinger og analyser, der udarbejdes af finansielle

70. Jævnfør også Insiderbetænkningen s. 26, der udtaler, at “intern viden kan angå dels konkrete oplysninger om allerede indtrufne eller om kommende begivenheder og dels *oplysninger af mere generel karakter, der vil kunne sætte personen i stand til at foretage en mere korrekt vurdering af selskabets fremtidige forhold* [min fremhævnings]”. Se i overensstemmelse hermed A&U 2001.1.7, hvor selskabet havde udsendt en pressemeddelelse, om at dets datterselskab havde indgået en aftale, der “var en milepæl”. Fondsbørsen påtalte, at en sådan meddelelse i stedet burde være givet som en fondsbørsmeddelelse. Om problematikken se tillige *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 311. For norsk ret se Ot. Prp. 1996/97:29, s. 26, hvor det udtales, at information fra officielle kilder om at resultatet vil blive bedre eller dårligere end antaget, må anses for en oplysning, selv om der ikke foreligger nærmere information herom. Se herom *Tor Bechmann m.fl.*: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave, 2002, s. 87. Se i samme retning for svensk ret *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmissbruk, 2002, s. 94, der synes at trække grænsen ved om tippet “kommer från informationskanaler som vanligen har tillgång till insiderinformation”. Se dog i modsat retning *Lars Afrell m.fl.*: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 290 f. Tippet må antages at være omfattet af det obligationsretlige videnbegreb, jævnfør herom nedenfor i afsnit 3.6.2.

71. Inddelingen er udviklet i obligationsretten, jævnfør nedenfor i afsnit 3.6.4.

72. Jævnfør Insiderbetænkningen, s. 26, *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 408 og *Peer Schaumburg-Müller*: Dansk Børsret, 1. del – Almindelige emner, 2003, s. 326. Se tilsvarende for norsk ret *Tor Bechmann m.fl.*: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave, 2002, s. 87 og for svensk ret *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmissbruk, 2002, s. 84 f. Samme standpunkt indtages af CESR, jævnfør Implementing measures for the proposed directive in insider dealing and market manipulation (market abuse), CESR 02.089b, s. 10 f.

analytikere og andre konsulenthuse.⁷³ Derimod vil en usikker viden kunne være omfattet, hvis den er bestemmende for kursdannelsen. Til bedømmelsen heraf, kan man i overensstemmelse med den obligationsretlige teori og retspraksis opstille to parametre: sandsynlighed og omfang.⁷⁴ Sandsynligheden for, at forholdet bliver en realitet, må herefter sammenholdes med det omfang (betydning), det må antages at ville få for værdipapirets kurs. Foreligger der en høj grad af sandsynlighed for en bestemmende begivenheds indtræden, må viden herom antages at være omfattet af insiderforbuddet. Ligeledes må sammenhængen mellem parametrene aktivere insiderforbuddet, såfremt der foreligger en mindre (men dog overvejende) sandsynlighed for begivenhedens indtræden, men hvor denne vil være af væsentlig betydning, for eksempel ved fremskredne fusionsforhandlinger.^{75 76}

73. Det forudsættes naturligvis, at analysen/vurderingen ikke baseres på intern viden. Se dog *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 50, der antager, at “statistisk materiale udarbejdet af Danmarks Statistik og økonomiske prognoser fra Det Økonomiske Råd eller OECD vil efter omstændighederne kunne udløse insiderforbudene”. Om behandlingen af rygter se *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 310.

74. Se om udviklingen og indholdet heraf i obligationsretten nedenfor i afsnit 3.6.4. I norsk ret anses teorien at finde anvendelse på den værdipapirhandelsretlige kvalifikation af intern viden, jævnfør *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 176 ff. Se i samme retning for svensk ret *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmisbruk, 2002, s. 85.

75. Se Retten i Hernings dom af 15. april 2003 (Midtbank-dommen). Dommen omhandler Midtbanks opkøb af egne aktier på et tidspunkt, hvor banken lå i overtagelsesforhandlinger med Svenska Handelsbanken. Dommen analyseres af *Jesper Lau Hansen*: Midtbank-sagen – efter byrettens dom, R&R 2003:6, s. 6. Se tillige Vestre Landsrets dom af 22. april 2004, hvor retten frifandt samtlige tiltalte i Midtbank-sagen (ankesag s-1125-03).

76. Retsstillingen vedrørende usikker viden er et eksempel på forskellen imellem oplysningsforpligtelsen efter værdipapirhandelslovens § 27, stk. 1 og insiderforbuddet i § 35, stk. 1. Afvejningen af hensynene til udstederen og værdipapirmarkedet betyder, at et selskab ikke er forpligtet til at offentliggøre igangværende forhandlinger. Først når disse er afsluttet eller kan offentliggøres uden skade for selskabet, indtræder oplysningspligten, jævnfør A&U 2001.1.6 og Markedsmisbrugsdirektivets artikel 6, litra 2. Om afvejningen se *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 206 ff.

Kapitel 3

Tværgående emner

3.1 Indledning

I dette kapitel behandles de spørgsmål, der er fælles for afhandlingens obligationsretlige analyse. Herved spænder behandlingen over en bredere vifte af emner. Indledningsvist beskrives værdipapirhandelens udvikling. Det påpeges, at denne har repræsenteret en stadig bevægelse væk fra obligationsrettens virkelighedsforudsætning, og at værdipapirmarkedet i dag er en anonym og standardiseret markedsplads. Det fører til opstillingen af sondringen mellem de direkte transaktioner og markedstransaktionerne. Ved de direkte transaktioner forstås den personlige aftaleindgåelsesform, hvorimod markedstransaktionerne omfatter den anonymiserede aftaleindgåelse. I dansk og norsk ret antages obligationsretten at finde anvendelse på begge transaktionsformer, hvorimod svaret er mere tvivlsomt for svensk rets vedkommende. Herefter analyseres den loyale oplysningspligt. Pligten udgør det fælles omdrejningspunkt for såvel den aftaleretlige som købe-/obligationsretlige vurdering af insiderhandel. Afslutningsvist behandles insiderhandelens praktiske hændelsesforløb samt spørgsmålet om valgretten imellem de enkelte hjemmelsgrundlag.

3.2 Om værdipapirhandelens udvikling

Den del af obligationsretten, der omhandler køb af løsøre og lignende ydelser, regulerer en virkelighed, som har været kendt og beskrevet i adskillige århundreder. Ydelsen var enkel og overskuelig, og aftaleindgåelsen foregik anderledes end i dag. Ved handelen med individuelt bestemte ydelser, kunne man i vidt omfang undlade en nærmere beskrivelse af ydelsen. Dels fordi, der ikke var tvivl om, hvilke egenskaber ydelsen skulle være i besiddelse af, og dels fordi en køber kunne besigtige den ved selvsyn, forinden kontrakten blev sluttet. Kun hvis sælgeren i forbindelse med aftaleindgåelsen havde fortiet oplysninger og derved handlet svigagtigt eller havde indestået for ydelsen, forelå der misligholdelse. I et sådant marked var der desuden behov for at kunne

indgå aftaler gennem andre, hvortil mellemmandslæren udvikledes. I grundsubstansen rokkedes der dog ikke ved aftalekonstruktionen og sådan omsattes også værdipapirer. Med udviklingen af først industri-samfundet og siden hen teknologisamfundet er markedet blevet langt mere nuanceret. Mange produkter bliver i dag massefremstillet og har en kompliceret sammensætning, hvor man ikke ved en umiddelbar besigtigelse kan vurdere den handlede genstand. Ligeledes afvikles handlen i dag på mange forskelligartede måder, hvor der ikke nødvendigvis eksisterer nogen kontakt mellem aftalens parter, og hvor ydelserne handles uden (mulighed for) informationsudveksling.⁷⁷

Også værdipapirmarkedet har udviklet sig. Aktiebreve blev oprindeligt omsat via annoncering i aviser, opslag og lignende. Unægteligt et noget andet marked end det verdensomspændende værdipapirmarked vi kender i dag.⁷⁸ Koblingen mellem det klassiske marked og det moderne værdipapirmarked synes særligt at kunne findes i udviklingen af auktionsmarkedet.⁷⁹ Et traditionelt auktionsmarked er karakteriseret ved, at køberne kan møde op og besigtige en vare. Herefter afholdes auktionen, hvor køberne afgiver bud, som auktionarius kan vælge at acceptere. På den måde bydes priserne op, indtil der kun er én køber tilbage, som derved erhverver det pågældende aktiv. I auktionsmarkedet fjernes koblingen mellem køber og sælger, og køberen må forlade sig på sin besigtigelse af varen, der købes som beset. Det betyder også, at køber ikke efterfølgende kan gøre mangelskrav gældende over for den oprindelige ejermænd, medmindre denne har handlet svigagtigt. Værdipapirmarkedet udviklede sig hurtigt til et sådant auktionsmarked, og ved etableringen heraf fjernede man sig et første skridt fra den klassiske aftaleindgåelsesform.⁸⁰ Med tiden standardiseredes værdipapirerne som finansielle fordringer, ejerandelsbeviser eller finansielle instrumenter. Denne udvikling betød, at der på det sekundære værdipapirmarked (normalt) ikke skete en informationsudveksling imellem aftaleparterne. Derimod søgtes oplysningerne om værdipapiret andet-

77. Om udviklingen se blandt andre *Erik Anners*: Den europæiske rettens historie, 1995, s. 253 f, *Ragnar Knoph*: Udviklingslinjer i moderne formuerett, 1934 og *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 812.

78. Om fondsbørsens udvikling se *Jesper Lau Hansen*: Fondsbørsen – Aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning, 1999, s. 4 ff.

79. Om auktionsmarkedet og dets betydning for værdipapirmarkedet se *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 89 ff.

80. Det primære værdipapirmarked, kan i et vist omfang stadig siges at udgøre et auktionsmarked.

steds fra: det være sig fra udstederne eller fra folk med en særlig ekspertise og indsigt.⁸¹ Udviklingen har derved repræsenteret en stadig bevægelse væk fra obligationsrettens virkelighedsforudsætning, og dette giver anledning til vanskeligheder, når obligationsretten søges anvendt herpå. Disse problemer diskuteres i det afsluttende kapitel 6.5. Nedenfor opdeles gennemgangen i tre afsnit. I det første afsnit præsenteres kapitalmarkedets struktur. Herefter behandles den centrale sondring imellem de direkte transaktioner og markedstransaktionerne. I det sidste afsnit analyseres, hvorvidt obligationsretten finder anvendelse på markedstransaktionerne.

3.3 Værdipapirhandelens anatomi

3.3.1 Kapitalmarkedets struktur

Handelen med værdipapirer udgør en vigtig samfundsøkonomisk brik, og der findes en omfattende mængde økonomisk litteratur om markedets funktion, betydning og bestanddele. Almindeligvis anvendes kapitalmarkedet som en samlebetegnelse for to markeder: penge- og værdipapirmarkedet.⁸² På pengemarkedet handler pengeinstitutterne store indskud i Nationalbanken, hvorved de regulerer deres indbyrdes nettostilling. Det vil sige, at pengeinstitutter, der har behov for likviditet, skaffer sig indlån fra pengeinstitutter, der har overskydende likviditet.⁸³ Valutamarkedet anses for at være et undermarked i pengemarkedet.⁸⁴ Det andet undermarked – værdipapirmarkedet – inddeles normalt i fire delmarkeder: obligations-, FUTOP-,⁸⁵ derivat- samt aktiemarkedet,⁸⁶ der alle er af stor nationaløkonomisk betydning. Foruden denne opdeling efter handelsgenstanden (penge og værdipapirer) kan kapitalmarkedet inddeles efter handelsformen og aktørerne. Om *handelsformen* gælder, at kapitalmarkedet i dag som altovervejende hovedregel ikke er

81. Heri lå kimen til etableringen af analytikerhvervet, der i dag indtager en central rolle på værdipapirmarkedet og for prissætningen af værdipapirerne.

82. Se blandt andre *Peter Wendt*: Penge og Kapitalmarked, 1994, s. 39-80, *samme*: Den finansielle sektor, 2002, s. 130-140 og *Anthony Santomero/David Babbel*: Financial Markets, Instruments & Institutions, 2001, s. 225-396.

83. Låneprovenuet overføres i praksis fra det ene pengeinstituts konto i Nationalbanken til det andet. Disse transaktioner mellem to pengeinstitutter betegnes normalt interbanklån.

84. En valutamarkedstransaktion er en pengemarkedstransaktion, hvor mindst en af de to modsatrettede pengestrømme lyder i en anden valuta end danske kroner.

85. Forkortelse for henholdsvis futures og optioner.

86. Om aktiemarkedet i europæisk belysning se *Benn Steil*: The European Equity Markets, 1996. Publikationen er udgivet i ECMI-regi (The European Capital Markets Institute).

en egentlig markedsplads, hvor mennesker mødes med henblik på at udveksle finansielle produkter. Den sidste egentlige finansielle markedsplads i Danmark var børssalen i Københavns Fondsbørs på Nikolaj Plads i København, hvor autoriserede fondsbørsvekslerer frem til midten af 1980'erne mødtes og handlede værdipapirer (obligationer og aktier) efter et auktionsprincip. *Wendt* karakteriserer handelsformen således: "I dag er de finansielle markeder kommunikationsnetværk – telefoniske eller skærmbaserede – hvor aktørerne ...handler en bred vifte af finansielle produkter med hinanden. Markederne er karakteriserede ved, at de enkelte deltagere stiller købs- og salgspriser og er rede til at handle til disse priser, således at markederne...er meget likvide".⁸⁷ På *aktørsiden* er der et vist overlap imellem penge- og værdipapirmarkedet. Det er velkendte aktører såsom nationalbanken, pengeinstitutter, børshandlende institutioner, obligations- og aktieudstedere, investeringsforeninger og institutionelle investorer. De værdipapirer, der handles på værdipapirmarkedet, ejes dog i vid udstrækning af den private sektor.⁸⁸ Det medfører den væsentlige forskel, at private investorer optræder i værdipapirmarkedet. Da de ikke er i besiddelse af den ekspertise, der kendetegner pengemarkedets aktører, er handelen med værdipapirer underlagt en meget detaljeret regulering i modsætning til den sparsomme regulering af pengehandelen.⁸⁹

3.3.2 Direkte transaktioner contra markedstransaktioner

Sondringen imellem direkte transaktioner og markedstransaktioner er central for forståelsen af afhandlingens retlige problemfelt. Ved den *direkte transaktion* forstås den klassiske aftaleform, der indgås i et personligt aftalerum. Det personlige aftalerum har særligt følgende tre karakteristika: (i) køber og sælger har en vis forudgående kontakt forinden aftalens indgåelse, (ii) sælger har normalt et større kendskab til ydelsen end køber, og (iii) det er muligt at udveksle information om ydelsens egenskaber. Ved værdipapirhandel vil typeeksemplet herpå være en virksomhedsoverdragelse eller en virksomhedsovertagelse (take over), hvor en kontrollerende aktiepost skifter hænder. I sådanne tilfælde har målselskabet (sælger) og det overtagende selskab (køber) ofte en længerevarende forudgående kontakt, og der sker normalt en

87. Se *Peter Wendt*: Den finansielle sektor, 2002, s. 130.

88. Jævnfør *Peter Wendt*: Den finansielle sektor, 2002, s. 134.

89. Værdipapirhandelslovens kapitel 14 indeholder dog en vis regulering af pengemarkedsmæglerne.

betydelig informationsudveksling, hvor køber søger at opnå en tilstrækkelig grad af informationsparitet med sælger (due diligence). Hovedparten af al værdipapirhandel foregår dog som *markedstransaktioner*, hvor handlerne afvikles via elektroniske handelssystemer over en fondsbørs eller autoriseret markedsplads. I dansk sammenhæng fremgår det af Insiderbetænkningen, at man var opmærksom på denne særlige aftaleindgåelsesform,⁹⁰ og Clausen fremhævede markedstransaktionen i den første danske monografi om insiderhandel fra 1992.⁹¹

I en artikel om emnet har jeg kvalificeret aftalerummet sådan: “Ved markedstransaktioner er sælger og køber...hinanden ubekendte. Transaktionen ekspederes gennem børsens elektroniske handelssystemer via en børsrådgiver eller et kontoførende institut som mellemed” og “Via fondsbørsens handelssystemer er parterne hinanden *ubekendte*, transaktionen foregår altid via et *mellemed*, og koblingen mellem insideren og investoren er *tilfældig*”.⁹² Lau Hansen har ligeledes beskrevet handelsformen: “børsen er anonym...Den aktive kommunikation er rudimentær, ofte begrænset til et kortfattet tilbud eller accept, og der er i praksis ingen mulighed for yderligere information”.⁹³

I norsk ret opstiller Sæbø følgende karakteristika: “Partene er ukjent med medkontrahentens identitet. Innsiders medkontrahent fatter sin transaktionsbeslutning uavhengig av innsiders deltagelse i markedet, og salgs- og kjøpsordrer kobles tilfeldig”.⁹⁴

I svensk ret antager Hultmark, at “Det karaktäristiska för köp av marknadsnoterad aktie är att aktier i samma bolag köps och säljs dagligen av flere olika köpare och från flera olika säljare. Priset flukturerar och man kan i viss mån tale om ett “riktigt värde” (eller “objektivt värde”) på aktien (marknadsvärdet). Köpare och säljare är vanligtvis anonyma för varandra. De möts på börsen via fondkommissionärer. Köparen är vid sin värdering sällan beroende av information från säljaren”.⁹⁵

I denne afhandling kvalificeres markedstransaktionen ved følgende fem karakteristika: (i) aftalen indgås i et anonymt aftalerum, der karak-

90. Se Betænkning nr. 1216 af marts 1991 om Insider-handel, s. 15 f sammenholdt med s. 70.

91. Se Nis Jul Clausen: Børsret – Insiderhandel, 1992, s. 106 ff.

92. Se David Moalem: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel – insiderhandel i aftale-, købe- og erstatningsretlig belysning, NTfS 1999:4, s. 110.

93. Se Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug, 2001, s. 278.

94. Se Rune Sæbø: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 41. Om markedstransaktionen ved værdipapirhandel se også Kai Krüger: Norsk kjøpsrett, 1998, s. 652.

95. Se Christina Hultmark: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 35.

teriseres ved, (a) at parterne er hinanden ubekendte, (b) at handelsbeslutningen træffes uafhængigt af den modstående investor, og (c) at der ikke sker en informationsudveksling forud for aftaleindgåelsen, (ii) sælger og køber har (som udgangspunkt) adgang til den samme information om ydelsen, (iii) informationsgrundlaget tilvejebringes af tredjemand (udstederen),⁹⁶ (iv) handelen afvikles via værdipapirhandlere som mellemmænd,⁹⁷ og (v) koblingen af udbud og efterspørgsel er en økonomisk funktion, da der i et likvidt marked altid vil være flere investorer, der ønsker at handle til samme kurs.⁹⁸

Det vil ikke altid forholde sig sådan, at samtlige karakteristika er til stede i en konkret handelssituation. Til eksempel kan selskabets køb af egne aktier både være en direkte transaktion og en markedstransaktion. Sker opkøbet som en markedstransaktion, vil det andet og tredje karakteristika ikke gælde herfor. Ligeledes vil en markedstransaktion, hvor værdipapirhandleren handler en investors købsordre mod sin egenbeholdning, ikke have noget mellemlid. Der kan tillige forekomme andre mellemtilfælde, hvorfor der altid må foretages en konkret vurdering af, hvilke karakteristika der kendetegner den pågældende transaktion.

3.4 Obligationsrettens anvendelighed ved markedstransaktioner

3.4.1 Indledning

Som nævnt ovenfor spiller sondringen mellem direkte transaktioner og markedstransaktioner en central rolle for afhandlingens emneområde. Det skyldes, at obligationsrettens virkelighedsfundament er den direkte transaktion, der indgås i et personligt aftalerum. Det er denne aftaleform, som *Ussing* i sin førsteudgave af “Køb” beskrev således: “Oprindeligt blev Købet afsluttet mellem to Parter, der mødtes og udvekslede Ydelserne under Iagttagelse af bestemte Formaliteter. Køberen besaa

96. Jævnfør udstederens oplysningsforpligtelser efter værdipapirhandelslovens kapitel 7. Om denne *udstederinformation* se *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 69 ff.

97. Værdipapirhandlere har ifølge værdipapirhandelslovens § 4 “eneret til erhvervsmæssigt at rette henvendelse til offentligheden og tilbyde sig som køber, sælger eller formidler af værdipapirer”. Samme ret tilkommer dog også Danmarks Nationalbank og Kongeriget Danmarks Hypotekbank og Finansforvaltning, jævnfør § 4, stk. 1, nr. 5 og 6.

98. For markedstransaktionens og det anonyme aftalerums betydning i nordisk ret se blandt andre *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 278 f, 299 og 322, *Kai Krüger: Norsk kjøpsrett*, 1998, s. 652 ff, *Rune Sæbø: Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 306 ff og 339 ff samt *Christina Hultmark: Kontraktsbrott vid köp av aktie*, 1992, s. 34 f.

Salgsgegenstanden før Købet, og bagefter kunde han vanskelig faa Handelen omstødt”.⁹⁹ Markedstransaktionerne på værdipapirmarkedet er fjerne herfra. Handelen foregår via mellemmand i et anonymt aftalerum, hvor informationsgrundlaget tilvejebringes af en tredjemand (udstederen), og hvor koblingen af udbud og efterspørgsel blot er en økonomisk funktion. Disse karakteristika rejser spørgsmålet, om obligationsretten *kan* anvendes på markedstransaktionerne og i bekræftende fald retsstillingen herved.¹⁰⁰ Ved besvarelsen heraf sondres der nedenfor imellem, om der består et kontraktforhold eller ej.

3.4.2 I kontraktforhold

Hvorvidt forholdene ved markedstransaktionen får betydning for obligationsrettens anvendelse, er omdiskuteret i nordisk ret. I Danmark fremgår det dog af Insiderbetænkningen, at “Aftalelovens og købelovens regler om ugyldighed og misligholdelse finder anvendelse på sådanne handler”.¹⁰¹ På baggrund heraf foreligger der bred enighed om, at obligationsretten finder anvendelse på markedstransaktionerne ved insiderhandel, forudsat, at der ved koblingen mellem insideren og investoren opstår et kontraktforhold.¹⁰²

På trods af enigheden om obligationsrettens anvendelse på markedstransaktionerne, nedtonedes betydningen heraf helt frem til slutningen af 1990’erne. Det skyldtes antageligvis, at børsudvalget i den danske betænkning om insiderhandel havde udtrykt skepsis over for de praktiske muligheder for at identificere insiders medkontrahent(er),¹⁰³ og

99. Se *Henry Ussing: Køb*, 1939, s. 4. Se også *Stig Jørgensen: Misligholdelse*, TfR 1964, s. 449 ff.

100. Spørgsmålet om obligationsretten *bør* anvendes på markedstransaktionerne behandles nedenfor i afsnit 6.6.

101. Se Betænkning nr. 1216 af marts 1991 om Insider-handel, s. 15 f og 70.

102. Af litteratur hvor obligationsretten findes anvendelig på markedstransaktionerne, se særligt *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 397 f, *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 413, *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 45 ff, *Lennart Lynge Andersen m.fl.: Aftaler og mellemmand*, 2001, s. 158 f, *David Moalem: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel*, NTFS 1999:4, s. 108, *Lennart Lynge Andersen/Jørgen Nørgaard: Aftaleloven med kommentarer*, 1999, s. 164 f, *Jesper Lau Hansen: Fondsbørsen – Aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning*, 1999, s. 240 ff, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff: Børsretlig oplysningspligt – delvis tilpasning af dansk ret til internationale normer*, UfR 1999B, s. 354, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Bruun Hansen: Dansk Børsret*, 1996, s. 311 f, *Bernhard Gomard: Almindelig kontraktsret*, 1996, s. 159, *Jesper Lau Hansen: Anmeldelse af “Børsret – Insiderhandel” af Nis Jul Clausen*, Ju 1993.90, *Nis Jul Clausen: Børsret – Insider handel*, 1992, s. 110 f, *Peter M. Nielsen: Strafferetlige og erstatningsretlige aspekter af insider-handel*, R&R 1991:7, s. 24 og *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff: Insider trading i retlig belysning*, UfR 1988B, s. 81.

103. Se Betænkning nr. 1216 om insiderhandel, 1991, s. 16 og 70.

dette problem forstærkedes ved en afgørelse af Københavns Fondsbørs fra 1993:

A&U 1993.10.1. Københavns Fondsbørs blev af en erstatningssøgende anmodet om at oplyse mod hvem, der kunne rettes et erstatningskrav i forbindelse med en mulig insiderhandel. Fondsbørsen udtalte, at man i henhold til fondsbørslovens § 16, stk. 1 [nu værdipapirhandelslovens § 13, stk. 1] var undergivet en særlig tavshedspligt med hensyn til, hvad Fondsbørsens ansatte gennem deres virksomhed får viden om, jævnfør offentlighedslovens § 14, hvorfor Fondsbørsen ikke kunne oplyse identiteten på de købere og sælgere, der var parter i en handel på Fondsbørsen. Fondsbørsen kunne derfor ikke imødekomme anmodningen og udtalte endvidere, at det lå uden for Fondsbørsens virke at behandle privatretlige tvister i forbindelse med værdipapirhandel.

Kombinationen af børsudvalgets skepsis om identifikationsmulighederne og udtalelsen fra Københavns Fondsbørs har utvivlsomt været med til at neddæmpe troen på obligationsrettens praktiske relevans ved markedstransaktionerne.¹⁰⁴ I slutningen af 1990'erne viste ISS-sagen (UfR 1997.1505 H) og C.W. Obel-sagen (UfR 1999.513 ØL), at det var praktisk muligt at identificere insiders medkontrahenter, idet anklagemyndigheden, foruden påstand om frihedsstraf, havde nedlagt påstand om erstatning på vegne af en gruppe investorer. Sagerne ændrede teoriens opfattelse af obligationsrettens praktiske betydning ved markedstransaktionerne.¹⁰⁵ I begge sager blev erstatningsspørgsmålet dog udskilt til civilt søgsmål, idet retten ikke fandt, at erstatningskravet kunne gennemføres sideløbende med straffesagen, uden at det ville medføre væsentlig ulempe, jævnfør retsplejelovens § 991, stk. 4. Begrundelsen synes ikke overbevisende. Der foreligger en så nær sammenhæng imellem insiderhandel og de obligationsretlige regler om fortielser, at kravene burde kunne indtales under en adhæsionsproces efter retsplejelovens kapitel 89.¹⁰⁶ Som retsstillingen er i dag, kan investorer, der hand-

104. Se hertil blandt andre *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Introduktion til børsretten, 1996, s. 215 f, med note 216, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff*: Børsretlig praksis – de væsentligste børsretlige afgørelser i 1993, UfR 1994B, s. 300 og *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 110 f.

105. Se hertil særligt *Nis Jul Clausen/Lars Schjød*t: Insiderhandel – en status, UfR 1999B, s. 213 og *David Moalem*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel, NTfS 1999:4, s. 108.

106. Jævnfør også *Nis Jul Clausen/Lars Schjød*t: Insiderhandel – en status, UfR 1999B, s. 213 og *David Moalem*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel, NTfS 1999:4, s. 108, med note 9. Om den generelle adgang til at fremsætte civilretlige krav under straffesagen, se *Halfdan Krag Jespersen*: Proceskumulation, 1970 og *Bernhard Gomard*: Adhæsionsproces, 1969.

ler med en insider, dog ikke forvente at få deres civilretlige krav påkendt i forbindelse med straffesagen. Dømmes insideren for insiderhandel, vil det udgøre et solidt grundlag for et efterfølgende civilt søgsmål, men også ved en frikendelse kan insideren have optrådt i strid med den loyale oplysningspligt. Såfremt insiderhandelen har involveret flere modstående investorer, kan man med fordel samle disse og føre en “prøvesag”. Dømmes insideren, vil sagen skabe præcedens for de øvrige og dermed tale for et forlig. Herved bliver der i realiteten tale om en “de facto class action”, således som det også er set i erstatnings-søgsmålene i Eternit-sagerne samt i visse af anpartssagerne.

I modsætning til den danske retsstilling, er den svenske litteratur præget af omfattende diskussioner om henholdsvis obligationsrettens anvendelse og i bekræftende fald det rette regelgrundlag.¹⁰⁷ I denne sammenhæng fremdrages kun et begrænset udpluk heraf.

I relation til ugyldighedsreglen i aftalelovens § 33 antager *Hellner*, at “[o]giltighet enligt 33 § avtalslagen är sällan en aktuell sanktion, blant annat därför att det ofta är okänt både för insidern och för den andre vem medkontrahenten är”.¹⁰⁸ Det er vel nærmest at forstå *Hellners* udtalelse som en principiel tilslutning til de obligationsretslige regelsæts anvendelse, dog således at han anser den praktiske betydning for begrænset som følge af medkontrahentens manglende viden om, at han har kontraheret med en insider.

I samme retning udtaler *Hultmark*, at der “kan föreligge upplysningsplikt...på den öppna markanden, men att det i *praktiken* inte kan utkrävas ansvar för försummad upplysningsplikt, eftersom det är så svårt att identifiera köpare och säljare”.¹⁰⁹

Moberg og Samuelsson antager derimod, at det ikke “förefaller...rimligt att tillämpa obligationsrättsliga regler” ved køb og salg af værdipapirer på værdipapirmarkedet, med den begrundelse at “[o]klarheter i partsställningen är alltför stor”.¹¹⁰

107. Se med udførlige litteraturhenvisninger *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 84 og 266.

108. Se *Jan Hellner*: Fredrik Stang och 33 § avtalslagen, TfR 1987, s. 314.

109. Se *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 266.

110. Se *Krister Moberg/Per Samuelsson*: Börsrätt, 1999, s. 95 sammenholdt med *Per Samuelson*: Information och ansvar, 1991, s. 26.

Efter norsk ret synes der at være enighed om, at obligationsretten finder anvendelse. Der fokuseres dog i særlig grad på de aftaleretlige sanktioner.

Smith anfører med henvisning til *Marthinussen*,¹¹¹ at “Misbruk av fortrolige opplysninger ved kjøp og salg av aksjer vil kunne rammes av avtalerettslige ugyldighedsregler”.¹¹²

En omfattende behandling af problematikken findes i *Sæbøs* doktorafhandling om insiderhandel fra 1995. I afhandlingen konkluderes, med henvisning til den dagældende verdipapirhandellov § 48, at “Etter ordlyden faller avtalerettslige regler om avtalerevisjon og kjøpsrettslige misligholdsregler utenfor”.¹¹³ Det betyder, at medkontrahentens eneste beføjelse er at ophæve aftalen i sin helhed og kræve den negative kontraktsinteresse. Om det tilfælde, hvor en værdipapirhandler eksekverer investorens ordre mod sin egenbeholdning, udtaler *Sæbø* dog følgende: “Dersom fondsmegler misbraker innsideinformasjon ved kontrahering i eget navn på vegne av oppdragsgiver, vil imidlertid også avtalerettslige regler om avtalerevisjon og kjøpsrettslige misligholdsregler kunne komme til anvendelse i forholdet mellom fondsmegler og dennes medkontrahent. Disse tilfellene omfattes ikke av vphl. § 48”.¹¹⁴

I 1997 gennemførtes en større lovreform i Norge.¹¹⁵ Foruden at indeholde ændringer i forbuddet mod insiderhandel, betød den nye lov, at ugyldighedsreglen i verdipapirhandelovens § 48 blev fjernet og erstattet med en generel henvisning til de kontraktretlige regler om ugyldighed, jævnfør verdipapirhandelovens § 11-6.¹¹⁶ Om den ændrede retsstilling udtaler *Krüger*, at “overtredelse må nå – i mangel av særlige vphl-spesifikke ugyldighedsregler – håndteres som ledd i mer tradisjonelle avtalerettslige regler og prinsipper om ugyldighet, f eks ved mislighold av opplysningsplikt, urimelig utnyttelse av forhandlingsstyrke m v, herunder særlig avtl §§ 33 og 36”. *Krüger* synes ikke at udelukke, at de køberetlige mangelsregler efter omstændighederne kan finde an-

111. Se *Hans Fredrik Marthinussen*: Noen bemerkninger om “Insider trading”, Lov og Rett, 1969, s. 373 f.

112. Se *Lucy Smith*: Om misbruk av interne opplysninger ved aksjeomsetning – såkalt “insider trading”, Tfr 1983, s. 158.

113. Se *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 292.

114. Jævnfør *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 292, med note 11. Se også *NOU* 1978:42, s. 170.

115. Se lov nr. 79 om verdipapirhandel af 19. juni 1997.

116. Om ændringen se *Ot. Prp. 1996/97:29*, s. 42 f.

vendelse, men antager dog, at de må leve en tilbagetrukket tilværelse. Om markedstransaktionerne udtaler han, at “det traditionelle konceptet for toparts køb og salg er erstattet av en trepartssituasjon der forbindelsen mellom “kjøper” og “selger” er erstattet av et strengt regulert markedssystem” og “Blant de tradisjonelle kjøpsrettsspørsmål trer mangelsreglerne noe i bakgrunnen, likeså regler om erstatningsansvar ved mislighold”.¹¹⁷

Hos *Bechmann m.fl.* udtales det blot, at “Enkelte tilfeller av ulovlig innsidehandel vil også kunne rammes av ugyldighetsregelen i avtl. § 33”.¹¹⁸

På trods af de divergerende nordiske opfattelser synes flertallet at anse obligationsretten for anvendelig på markedstransaktionerne. I overensstemmelse hermed er der efter dansk ret enighed om, at obligationsretten finder anvendelse.

3.4.3 Uden for kontraktforhold

Der foreligger en anseelig mængde nordisk litteratur om obligationsrettens anvendelse på markedstransaktionerne. Som det kunne forventes, beskæftiger denne litteratur sig udelukkende med de situationer, hvor der består et kontraktforhold. Det skyldes, at der ved købsaftaler, hvor der sker en udveksling af real- og pengeydelse, normalt kun består et obligationsretligt relevant forhold imellem aftalens parter.¹¹⁹ Som følge af partsrelationen pålægger obligationsretten såvel sælger som køber visse rettigheder og pligter, herunder den for afhandlingen så vigtige loyale oplysningspligt. Da obligationsrettens virkelighedsforudsætning er en væsentlig anden end værdipapirmarkedets, har dette ført til de ovenfor gennemgåede overvejelser om obligationsrettens anvendelse, og for dansk rets vedkommende har sva-

117. Se *Kai Krüger*: Norsk kjøpsrett, 1998, s. 652, 657 og 663. I dette køberetlige værk behandler *Krüger* visse af de særlige spørgsmål, der knytter sig til handelen med værdipapirer (se § 25).

118. Se *Tor Bechmann m.fl.*: Verdpapirhandelloven – Kommentartutgave, 2002, s. 78.

119. Herved ses der bort fra de retsspørgsmål, der knytter sig til ydelsens skadelige virkninger i form af person- og tingsskade (produktansvaret) og til læren om direkte krav, der hovedsageligt vedrører ren økonomisk skade. Læren om det direkte krav er behandlet i to nyere doktorafhandlinger, se *Vibe Ulfbeck*: Kontrakters relativitet – det direkte ansvar i formueretten, 2000 og *Laila Zackariasson*: Direktkrav – om rätt att rikta anspråk mot gäldenärens gäldenär, 1999. Læren har desuden fået sit eget kapitel i *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 426 ff (kapitel 9), hvorimod den indtager en noget mere beskeden plads hos *Bernhard Gomard*: Obligationsret I. del, 1998, s. 176-184.

ret været, at den finder anvendelse. De markedsinvestorer, der kobles med en insider, og som står i et aftaleforhold, opnår herved en obligationsretlig beskyttelse. Anderledes forholder det sig med de modstående investorer, der ikke står i noget aftaleforhold med insideren. De er naturligvis omfattet af obligationsretten, men deres retsstilling ved insiderhandel må vurderes efter deliktretten og kravet som et erstatningskrav. Da insideren i denne situation ikke har nogen obligationsretlige pligter over for markedet som sådant, vil sådanne krav imidlertid være indtalt forgæves. Det betyder, at afhandlingens analyse udelukkende vedrører de situationer, hvor der ved såvel direkte som markedstransaktioner består et kontraktforhold imellem insideren og den pågældende investor. Et andet spørgsmål er, om gældende ret er hensigtsmæssig. Dette spørgsmål tages op til behandling i afsnit 6.5.

3.5 Karakteristik af den loyale oplysningspligt

Retsgrundsætningen om den loyale oplysningspligt udgør grundlaget for de aftale- og købe-/obligationsretlige udnyttelsesforbud, der analyseres i afhandlingen. Herved omfattes aftalelovens §§ 30, 33 og 36, den ulovregulerede forudsætningslære samt den købe-/obligationsretlige grundsætning om sælgers loyale oplysningspligt. Om end disse regler er af forskelligt indhold, er de alle udslag/kodifikationer af den obligationsretlige loyalitetslære – det vil sige pligten til at tage et rimeligt hensyn til medkontrahentens interesser.¹²⁰

Traditionelt er oplysningspligten blevet formuleret som en *pligt til at videregive* en bestemmende viden til medkontrahenten, og dermed som en egentlig oplysningspligt.¹²¹ For at der kan være tale om en retlig oplysningspligt, må det imidlertid kræves, at der består en handlepligt til at videregive information til den eller de, der har et informationsunderskud, og at pligten derved fuldbyrdes ved fortielsen i sig selv. Den loyale oplysningspligt passer ikke på denne beskrivelse. I stedet har den

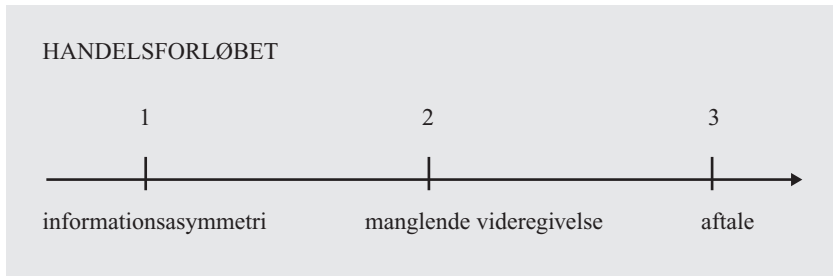
120. Se om den tætte sammenhæng imellem reglerne *David Moalem*: Fortielser ved kontraktindgåelse – Om obligationsrettens loyale oplysningspligt, UfR 2004 B, s. 133 ff, *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 401 i småtrykket, *Bernhard Gomard*: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 159 og *Anders Vinding Kruse*: Ejendoms køb, 1990, s. 109.

121. Jævnfør blandt andre *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 63, *Bernhard Gomard*: Obligationsret I, 1998, s. 156 ff og *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og mellemmand, 2001, s. 425 og *Hans Helge Beck Thomsen*: Mangler ved pantebreve, 1996, s. 169.

karakter af et udnyttelsesforbud – det vil sige en undladelsespligt, hvor retsgrundlaget er selve aftalen/udnyttelsen.¹²² Informationsbesidderen (insideren) kan derved undgå et ansvar ved blot at afstå fra at indgå aftalen. Til illustration kan følgende eksempel opstilles:

S ønsker at sælge sine aktier til K og fortier i den sammenhæng sin interne viden om, at selskabet ugen efter vil offentliggøre et katastrofalt årsregnskab. K der berettiget tror, at aktien er en fornuftig investering, køber herefter aktierne til en værdi af 100.000 kr. Efter en uge offentliggøres selskabets årsregnskab og aktiens værdi halveres.

Normalt vil man formulere retsbruddet således, at S har tilsidesat sin loyale oplysningspligt over for K. I retlig forstand vil det dog være mere præcist at kvalificere retsbruddet, derved at S overtræder sin undladelsespligt, idet det ikke er den manglende videregivelse i sig selv, der aktualiserer Ks tab og dermed beskyttelsesbehov, men derimod at S *faktisk handler* (uden at videregive sin interne viden). Tankegangen kan illustreres med følgende tidslinje:



Hvis obligationsretten rummer en egentlig oplysningspligt, skulle fuldbyrdelsestidspunktet være tidspunkt 2 – det vil sige tidspunktet for den manglende videregivelse. En sådan sanktion er ikke hjemlet. Forestiller man sig den situation, at S faktisk har taget kontakt til K for at indgå handlen, men at han i sidste øjeblik får samvittighedskvaler og fortryder, vil dette eksempelvis ikke aktualisere oplysningspligten. Det er først ved aftaleindgåelsen (tidspunkt 3), at S fuldbyrder overtrædelsen. Det betyder, at der i stedet er tale om en undladelsespligt (et udnyttel-

122. Jævnfør *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 437: "Ofte vil det netop være undladelsen, der begrunder kravet, f.eks. A's tilsidesættelse af en loyal oplysningspligt".

sesforbud). Den fortiede viden og fortierens adfærd vurderes herefter *ex ante*, det vil sige på det tidspunkt, hvor fortieren er endeligt bundet af sit tilbud eller accept.¹²³

Selvom terminologien kan anses for misvisende i forhold til forbuddets retlige indhold, er der tale om en hævdvunden formulering i den danske retsteori og retspraksis, hvorfor den også anvendes i denne afhandling.¹²⁴ Andre nordiske forfattere har derimod forladt terminologien og anvender i stedet begreberne “oplysningsrisiko” eller “oplysningsansvar”.¹²⁵

3.6 Oplysningspligtens retlige indhold

3.6.1 Indledning

Det er ikke alle fortielser, der kan danne grundlag for obligationsretlige krav mod medkontrahenten. Hertil opstiller den loyale oplysningspligt to betingelser: den fortiede viden skal være *bestemmende*, og fortieren skal have handlet *culpøst* (retsstridigt).¹²⁶ Den første betingelse gælder for samtlige de obligationsretlige udnyttelsesforbud og det uanset den specielle eller almene karakter. I modsætning hertil udgør den anden betingelse (culpabetingelsen) et minimumskrav. Det betyder, at culpa er tilstrækkeligt efter aftalerettens forudsætningslære, aftalelovens § 36 og efter den købe-/obligationsretlige grundsætning om sælgerens loyale oplysningspligt. Derimod indeholder aftalelovens §§ 30 og 33 et skærpet krav om, at fortielsen skal være *forsætlig*.

123. Om den nærmere afgrænsning heraf, se nedenfor i kapitel 4.

124. Der bør være tvingende grunde til at forlade en begrebsanvendelse, hvorom der foreligger bred konsensus.

125. Se *Jo Hov*: Aftalebrudd og partsskifte, 1997, s. 75 og *Viggo Hagstrøm*: Fragmenter fra obligasjonsrett II (stencileret udgave), 1992, s. 23. I fransk ret anvendes begrebet *obligation d'information* som begrundelse for, at opstille udnyttelsesforbuddet *réticence dolosive*. Se herom *Reinhard Zimmerman/Simon Whittaker*: Good Faith in European Contract Law, 2000, s. 216 ff og 233.

126. Hos *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret, Bind I, 2000, s. 63 formuleres retsgrundsætningen således, at “Realdebitor skal give sin kreditor oplysning om forhold, der har betydning for kreditors bedømmelse af realydelsen, og som debitor kender eller burde kende”. At forfatterne ikke nævner retsstridighedsbetingelsen i denne forbindelse skyldes formentligt, at de tager kravet for givet, jævnfør også *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 399, hvor det om svig anføres, at retsstridighedskravet gælder uanset, at det ikke fremgår udtrykkeligt af aftalelovens § 30. Hos *Joseph Lookofsky*: Køb – dansk indenlandsk købsret, 2002, s. 72 f, efterfølges definitionen af oplysningspligten tillige af eksempler på fortielser, der ikke anses for retsstridige. Hos *Bernhard Gomard*: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 157 og 159, behandles retsstridighed ligeledes som en fælles betingelse ved såvel aftale- som køberettens anvendelse på fortielser.

Det fælles retlige fundament betyder, at der består en meget tæt sammenhæng imellem de obligationsretlige fortielsesbestemmelser. *Bryde Andersen* formulerer det således, at “Eksemplerne [om sammenhængen mellem særligt §§ 30 og 33] antyder, at den aftaleretlige svigsregel ofte flyder over i andre ugyldighedsregler. Svigsreglen er dernæst i familie med de regler om loyal oplysningspligt, der følger af den aftaleretlige loyalitetspligt, f.eks. den køberetlige grundsætning, der har fundet udtryk i KBL § 76, stk. 1, nr. 3”.¹²⁷ Denne sammenhæng er grunden til, at det i vidt omfang er muligt at foretage en fælles analyse heraf.

3.6.2 Obligationsrettens videnbegreb

Obligationsrettens videnbegreb er et enhedsbegreb og dermed identisk for den aftale-, købe-¹²⁸ og erstatningsretlige vurdering. Begrebet kan opdeles i tre underkategorier: bagatelagtig viden, bestemmende viden og væsentlig viden, alt efter hvilken betydning den pågældende viden har for værdien af den handlede ydelse. Der er med andre ord tale om et kvantitativt begreb. Som *bagatelagtig viden* anses viden om forhold, der normalt ikke har nogen betydning, eller som har en så ringe betydning, at retsordenen ikke finder medkontrahenten beskyttelsesværdig. *Bestemmende viden* er viden, som medkontrahenter i almindelighed vil tillægge betydning, og *væsentlig viden* er en sådan, der i almindelighed findes af særlig betydning.¹²⁹

127. Se *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 401 i småtrykket. Samme syn anlagdes af *Vinding Kruse*, der betragtede de svigagtige fortællelser “som en særlig kvalificeret tilsi-desættelse af sælgerens loyale oplysningspligt”, jævnfør *Anders Vinding Kruse*: Ejendoms køb, 1990, s. 109. Også *Gomard* behandler fortællelserne samlet. Efter at have opstillet eksempler på fortællelser, der ikke er retsstridige udtaler han, at “Det er hverken i strid med kontraktlovens bestemmelser om oplysningspligt eller med Aftalelovens regel om (retsstridig) svig at undlade at give sådanne oplysninger, jævnfør *Bernhard Gomard*: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 159. *Madsen* formulerer tilsvarende, at “Grænsen mellem de tilfælde, der behandles som ugyldigheds-tilfælde, og de tilfælde, hvor der som følge af misligholdelse eksisterer en ophævelsesadgang, er imidlertid i nogen grad flydende”, jævnfør *Palle Bo Madsen*: Aftalefunktioner, 1983, s. 107.

128. Det må dog erindres, at købe-/obligationsretten udelukkende rummer en oplysningspligt for sælger, jævnfør nærmere herom nedenfor i kapitel 5 og særligt afsnit 5.5 med en kritik af gældende ret.

129. Hos *Ussing* opstilles et insidereksempel med en sådan væsentlig fortællelse: “det [er] i Almindelighed retsstridigt at fortie bestemte Begivenheder, der helt forrykker Salgsstanden Værdi, f.eks. ved Udbud af Aktier at fortie, at der lige er opdaget et stort Underslæb i Selskabet, eller ved Tilbud om Køb af Aktier at fortie, at et heldigt Salg af Selskabets Aktiver forøger Aktiernes Værdi med 50 %”, jævnfør *Henry Ussing*: Aftaler paa Formuerettens Omraade, 1950, s. 141 f. Se tillige *Stig Jørgensen*: Kontraktsret, 1973, Bind 1, s. 138, der tydeligvis er inspireret af *Ussing* samt *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TFR 1934.101 ff.

For at en aftalepart kan opnå en fordel ved en insiderhandel eller i et hvilket som helst andet fortielsesestilfælde, må den fortiende viden som minimum have været bestemmende. Hertil kræves ikke, at medkontra-henten ville have afstået fra at handle, blot at han ville have handlet på andre vilkår.¹³⁰ Kravet er vel så naturligt, at det nok er de færreste, der gør sig nærmere overvejelser herover. Hvis et forhold ikke har nogen betydning, har det hverken de involverede parter eller retsordenens interesse. Den eneste aftaleretlige kodificering af kravet skal derfor også findes i en lidt speciel sammenhæng, nærmere bestemt i svigsformodningsreglen i aftalelovens § 30, stk. 2, der udtaler at fortielsen “kan antages at være af betydning for erklæringen”, og at den skal have “indvirket på erklæringen”. Som påpeget af *Lassen* betyder det, at “Svig gør en Erklæring ugyldig, ikke blot naar Svigen har været afgjørende for Erklæringens Afgivelse, men overhovedet naar Svigen har været medbestemmende”.¹³¹ I købe-/obligationsretten blev kravet kodificeret ved tilføjelsen af købelovens selvstændige forbrugerkapitel i 1979,¹³² hvorefter sælgeren pålægges at oplyse om “forhold, der har...betydning for køberens bedømmelse af genstanden”, jævnfør købelovens § 76, stk. 1, nr. 3.¹³³

130. Et tilsvarende krav gælder efter den amerikanske kontraktsret, jævnfør *E. Allan Farnsworth: on Contracts*, 1998, Volume I, s. 460: “It is not even necessary that the party would not have acted in the same way had there been no misrepresentation, as long as the misrepresentation substantially contributed to the party’s descision”. Se også sagen *Light v. Jacobs*, 66 N.E. 799 (Mass. 1903): “it is not necessary that the false misrepresentation should have been the sole, or even the predominant motive: it is enough if they had material influence”.

131. Se *Julius Lassen: Haandbog i Obligationsretten*, 1920, s. 135 med udførlige henvisninger til retspraksis. Samme standpunkt indtog *Henry Ussing: Anmeldelse af Fredrik Stang – Innledning til formueretten*, TfR 1936.188 ff og *samme: Aftaler paa Formuerettens Område*, 1950, s. 143: “...det vil sige den afgivne Erklæring med sit konkrete Indhold – ikke vilde være blevet afgivet, altsaa ogsaa, naar den besvegne vel vilde have sluttet en Aftale af samme Art, men kun paa ændrede Vilkaar”. Se tillige *Anders Vinding Kruse: Ejendomskøb*, 1990, s. 110: “aftalen kan erklæres ugyldig, blot svigen “har indvirket på erklæringen”, altså også tilfælde, hvor aftalen ville være blevet indgået, men blot på andre vilkår”. Samme standpunkt er i *svensk ret* indtaget af *Hjalmar Karlgren: Avtalsrättsliga spørsmål*, 1954, s. 140 f og i *norsk ret* af *Per Augdahl: Om virkningen av svig paa gyldigheten av tinglige overføringsretshandler*, TfR 1921.110 f.

132. Ved lov nr. 147 af 4. april 1979.

133. På trods af placeringen i købelovens forbrugerkapitel udtrykker kodifikationen indholdet af den almindelige retsgrundsætning, jævnfør blandt andre *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i Obligationsret I*, 2000, s. 25 og 55, *Bernhard Gomard: Obligationsret*, 2. del, 2003, s. 159 og *Jacob Nørager-Nielsen/Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer*, 1993, s. 1200. Det samme krav gælder efter norsk ret, jævnfør *Kai Krüger: Norsk kjøpsrett*, 1999, s. 183: “Vile kjøpet kommet i stand, men på andre vilkår (særlig pris), foreligger også innvirkning”.

I forhold til handlen med værdipapirer kan man særligt overveje betydningen af “tipping”.¹³⁴ Herved forstås, at en person bibringes en forståelse af, at der vil ske noget positivt eller negativt af bestemmende betydning for værdipapiret. En sådan kommunikation kan foregå på mange måder, eksempelvis ved en meddelelse om, at “der vil ske noget stort i morgen”. Af andre former for kommunikation kan man tænke sig forskellige fysiske bevægelser såsom en opadrettet tommelfinger eller placeringen af en blomst i et vindue. Kun fantasien sætter grænsen herfor. For særligt de sidste eksemplers vedkommende kan der sættes spørgsmålstejn ved, om der overhovedet er tale om en “viden”, således som begrebet normalt forstås. Om end det er at strække videnbegrebets sproglige grænser, synes en sådan kommunikation dog at måtte være omfattet af det obligationsretlige videnbegreb. Afgørende er, at modtageren får en viden om, at værdipapirkursen kan forventes at ændre sig i positiv eller negativ retning. Hermed vil han kunne indgå fordelagtige handler på samme måde, som hvis han modtog en reel viden om de faktiske forhold, der ligger til grund for tippet.¹³⁵

Vurderingen af den pågældende videns betydning for aftaleforholdet må foretages med udgangspunkt i, hvad samfundet betragter som den acceptable adfærdsnorm.¹³⁶ I vurderingen indgår flere momenter, herunder særligt aftaleforholdets konkrete omstændigheder,¹³⁷ karakteren af den handlede ydelse samt karakteren af det marked, hvori aftalen er indgået. Den objektive vurdering angives blandt andet i forarbejderne til aftalelovens § 30: “At opstille en almindelig Regel om, under hvilke Omstændigheder en...Fortielse maa anses for svingagtig, lader sig ikke gøre. Det afgørende Synspunkt i saa Henseende maa være, om det Forhold, der forties, er et saadant, at en Fortielse indeholder et Brud paa Tro og Love i Samhandelen eller almindelig Hæderlighed, jfr. Bemærkningerne til Udkastets § 33”.¹³⁸ Om § 33 udtaler forarbejderne ef-

134. Videregivelse af et tip udgør en selvstændig overtrædelse af værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1, jævnfør herom ovenfor i afsnit 2.2 Forbuddet mod insiderhandel.

135. Samme retsstilling antages for norsk rets vedkommende af *Rune Sæbø*: Insidehandel med verdipapir, 1995, s. 317.

136. Jævnfør i samme retning for svensk ret *Christina Hultmark*: Oplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 19, 45 og 73 f og for norsk ret *Rune Sæbø*: Insidehandel med verdipapir, 1995, s. 325 og 376.

137. Såfremt aftaleparterne har haft en informationsudveksling forud for aftaleindgåelsen, hvoraf det fremgik, at en part lagde særlig vægt på visse forhold/egenskaber ved den handlede ydelse, vil dette normalt medføre oplysningspligt for informationsbesidderen.

138. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (anden spalte).

terfølgende: “Betingelsen for en viljeserklærings Ugyldighed ifølge § 33 er saaledes, at det paa Grund af en vis Kundskab hos den, som den er afgivet til, vilde stride mod almindelig Hæderlighed, at han fastholdt den. Medens det danske Udkast henviser til almindelig Hæderlighed, henviser det norske Udkast til “redelighed eller god tro” og det svenske til “tro og heder”. I disse forskellige Formuleringer ligger ingen Realitetsforskel. Afgørelsen er efter alle tre Udkast, om Viljeserklæringen strider imod, hvad der efter den til enhver Tid i Samfundet herskende almindelige Opfattelse er hæderligt. At den paagældendes personlige Opfattelse af det uhæderlige er snævrere eller videre end den almindelige, kommer ikke i Betragtning: heller ikke, at Uhæderlighedsbegrebet i den særlige Kreds, som den paagældende tilhører, er snævrere end det almindelige”.¹³⁹ I den danske litteratur indtages samme standpunkt blandt andre af *Lassen, Ussing og Lyng Andersen og Madsen*.¹⁴⁰

Qua videnbegrebets tredeling opnås den fordel, at man kan omgruppere obligationsrettens enkelte regler og grundsætninger samt systematisere dem på tværs af retsdisciplinerne med fokus på særligt betydningen af fortielser. Den hermed valgte konstruktion (bagatelagtig viden, bestemmende viden og væsentlig viden) er identisk med tredelingen af det obligationsretlige mangelsbegreb (bagatelagtig mangel, mangel og væsentlig mangel), hvori fortielserne indfortolkes. Selvom systematikken er den samme, må man dog være opmærksom på ikke at forveksle videnbegrebet med det købe-/obligationsretlige mangelsbegreb. Videnbegrebet er et *kvantitativt* begreb og indeholder udelukkende en vurdering af den fortiede videns betydning. Mangelsbegrebet indeholder foruden den kvantitative (objektive) vurdering tillige en subjektiv vurdering af sælgerens *adfærd*. Fortier sælger culpøst en *væsentlig viden*, vil det tillige være en væsentlig mangel. En væsentlig mangel vil dog også kunne foreligge, hvis sælger *forsætligt* fortier en *bestemmende viden* (jævnfør aftalelovens §§ 30 og 33). I så fald er det sælgerens særligt

139. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 74 (anden spalte).

140. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten, 1920, s. 138, *Henry Ussing*: Aftaler paa Formuerettens Område, 1950, s. 142 og 171 og *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmand, 2001, s. 179. Norsk og svensk ret er i overensstemmelse hermed, jævnfør *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 337, *Fredrik Stang*: Avtalelovens § 33 – Dens indhold og dens forhold til forudsætningslæren, TfR 1930, s. 99 og *Bert Lehrberg*: Förutsättningsläran – en rättsregel i modern svensk rätt, SvJT 1990, s. 202.

kritisable adfærd (forsættet), der gør manglen væsentlig, og ikke betydningen af den fortiede viden.¹⁴¹

Obligationsretten rummer i dag mange specielle kodifikationer, hvorefter fortielser udgør grundlaget for retskrav. Til eksempel kan fremhæves områder som kaution, forsikring og værdipapirhandel. Bortset fra det specielle sigte er disse kodifikationer i vidt omfang identiske med de almene regler, der udgør afhandlingens omdrejningspunkt. For samtlige af konstruktionernes vedkommende er betingelsen, at den fortiede viden er bestemmende.¹⁴² Udviklingen er dog ikke forløbet parallelt i aftale- og købe-/obligationsretten. Hvor den aftaleretlige oplysningspligt har flere århundreder bag sig, blev sælgerens loyale oplysningspligt først udviklet i midten af det forrige århundrede.¹⁴³ Den senere udvikling af sælgerens loyale oplysningspligt er antageligvis årsagen til, at pligten støttes på culpa frem for den ældre aftalerets krav om forsæt i aftalelovens §§ 30 og 33.¹⁴⁴ Aftaleretten har dog indhentet (og overhalet) dette forspring ved at lade de culpøse fortielser være omfattet af generalklausulen i aftalelovens § 36, der tillige hjemler ugyldighed på et rent objektivt grundlag. Aftale- og købe-/obligationsretten er dog forskellige på et andet og væsentligt punkt. Efter misligholdelseslæren, består der kun en loyal oplysningspligt for *sælger*. Det betyder, at såfremt den fortiende part (insider) er køber, kan sælgeren udelukkende påberåbe sig ugyldighed, og erstatningen alene kræves opgjort som den negative kontraktinteresse.¹⁴⁵ Denne forskel imellem ugyldigheds- og misligholdelseslæren synes ikke længere velbegrundet og underlægges kritik nedenfor i afsnit 5.5.

Skal man opstille en overordnet ramme for oplysningspligten, kan man med *Lassen* formulere det således, at det “maa bero paa, hvad almindelig Hæderlighed (”Tro og Love”)...kræver. I saa Henseende gaar Udviklingen i Retsopfattelsen i Retning af Oplysningspligtens Udvidelse, en Udvikling, som Retsanvendelsen omhyggeligt maa vogte sig for at hæmme, medens det paa den anden Side i Retssikkerhedens Inte-

141. Se nærmere herom nedenfor i afsnit 5.7.3.

142. Såfremt køberen påberåber sig hævebeføjelsen ved sælgerens culpøse tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt, må den fortiende viden dog være væsentlig.

143. Om historikken se de indledende afsnit til kapitel 5 og 6 nedenfor.

144. I den ældre aftaleret var det kun forudsætningslæren, der hjemlede ugyldighed ved løftemodtagers culpøse fortielser.

145. Retsstillingen er identisk i Sverige, jævnfør *Christina Hultmark*: Kontraktbrott vid köp av aktie, 1992, s. 259: “Köparens ansvar för säljarens oriktiga föreställningar behandlas dock inte i köplagen, utan problemen får lösas enligt allmänna avtalsrättsliga principer”.

resse er paakrævet, at Retsanvendelsen ikke gaar forud for Udviklingen”.¹⁴⁶ Nedenfor forsøges der “pustet liv” i den generelle formulering ved kvalifikationen af retsstridighedsforbeholdet og opstillingen af yderligere parametre til bedømmelsen af den fortiede viden.

3.6.3 Retsstridighedsforbeholdet

Retsstridighedsforbeholdet er egentlig en del af culpabetingelsen. Som følge af pædagogiske hensyn er det dog valgt behandlet selvstændigt. Retsstridighedsforbeholdet omfatter en fortieelse, som nok kan være bestemmende for medkontrahenten, men som retsordenen på trods heraf ikke anser for omfattet af den loyale oplysningspligt. Forbeholdet er ikke unikt for obligationsretten. Det har snarere karakter af en almen retlig konstruktion. Ross indtog en særlig kritisk holdning til forbeholdets berettigelse: “Når loven undertiden, som fx aftalelovens § 29 og straffelovens § 279, kræver, at en handling som betingelse for en vis retsfølges indtræden skal være foretaget *retsstridigt*, betyder dette en aldeles tom plakat til dække for, at lovgiveren har givet op og henviser dommeren til en indskrænkende fortolkning med støtte i sædvane og fri vurderinger”.¹⁴⁷ Konklusionen var derfor, at “således som begrebet “retsstridig” faktisk anvendes i lovgivning og retspraksis står det blot som indikator for, at en fri vurderingsbestemt retsdannelse er på sin plads eller har fundet sted”.¹⁴⁸ Ross har en vis pointe i, at man ikke får megen hjælp af retsstridighedsforbeholdet i sig selv. Dog synes afskri-velsen heraf for vidtgående.

I forhold til afhandlingens omdrejningspunkt – fortieelser – virker retsstridighedsforbeholdet som en art “sikkerhedsventil”. Ved vurderingen af om en fortieelse er retsstridig, må det til stadighed erindres, at det er et grundlæggende økonomisk rationale for kontraktindgåelse, at det enkelte individ forfølger sine egne personlige interesser i økonomiske forhold.¹⁴⁹ Denne markedsøkonomiske forudsætning kan siges at blive udtrykt ved retsstridighedsforbeholdet, forstået således, at det ikke er enhver udnyttelse af en informationsasymmetri, der anses for

146. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten, 1920, s. 134. For samme opfattelse i svensk og norsk ret se blandt andre *Christina Hultmark*: Upplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 78 og *Kai Krüger*: Norsk Kjøpsrett, 1998, s. 190 ff.

147. Se *Alf Ross*: Ret og retfærdighed, s. 367, note 2.

148. Se *Alf Ross*: Ret og retfærdighed, s. 308.

149. Jævnfør *Oliver Williamson*: The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting, 1985, s. 47.

utilladelig. Her må der foretages en nærmere afvejning af forholdet individ-individ og individ-samfund. Hensynet til individet, der i det konkrete tilfælde er i besiddelse af en information, der giver ham/hende en handelsfordel, må afvejes over for hensynet til medkontrahenten og omsætningen, der generelt betragtet har en interesse i, at man har en vis sikkerhed for ikke at blive “taget ved næsen”, når man indgår aftaler. Med tiden er der opnået en konsensus om visse typer af fortielser, der ikke anses for retsstridige, uanset at den fortiede viden er bestemmende og tillige ofte er væsentlig for medkontrahenten. Herved er der skabt et grundlag for afgrænsningen og kategoriseringen af de retsstridige fortielser. Overordnet kan der sondres mellem (i) viden om den handlede ydelse, (ii) viden om egne bevæggrunde for handlen og (iii) viden om markedsforhold af betydning for ydelsen.

Som udgangspunkt vil en bestemmende *viden om den handlede ydelse* altid være omfattet af den loyale oplysningspligt, jævnfør *Ussing* forudsætningsvist med formuleringen: “det er...ikke altid retsstridigt at tie stille med Viden om Forhold, der særlig vedrører ens egen Ydelse”.¹⁵⁰ Udgangspunktet er med andre ord, at en sådan fortietelse *er* retsstridig. *Ussing* antog i tilknytning hertil, at det samme må gælde for viden om modpartens ydelse, idet han udtalte, at “det i Almindelighed [vil være] retsstridigt at fortie bestemte Begivenheder, der helt forrykker Salgsgegenstandens Værdi, f Eks...ved Tilbud om Køb af Aktier at fortie, at et heldigt Salg af Selskabets Aktiver forøger Aktiernes Værdi med 50 %”.¹⁵¹ Her er det med andre ord køberen, der fortier en viden om sælgerens aktie. Er man i besiddelse af viden om den handlede ydelses faktiske egenskaber eller om offentlige tiltag af betydning herfor eller lignende, må man derfor som hovedregel enten videregive den til medkontrahenten eller afstå fra at handle. Der kan dog tænkes flere undtagelser hertil som følge af retsstridighedsforbeholdet. Eksempelvis er det almindeligt antaget, at en sælger ikke behøver at oplyse en køber om, at varen kommer på udsalg inden længe, eller at prisen omvendt vil blive hævet,¹⁵² at årsagen til den ekstraordinære lave pris skyldes, at varen importeres fra et lavprisland med tilhørende risiko for lav kvalitet, at man allerede har haft adskillige reklamationer, men endnu ikke

150. Se *Henry Ussing*: Aftaler paa Formuerettens Område, 1950, s. 141 i småtrykket.

151. Se *Henry Ussing*: Aftaler paa Formuerettens Område, 1950, s. 141 f. Se tillige *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighedslære idag, TfR 1934.101 ff.

152. Så køberen vil have en fordel i at købe stort ind.

kender årsagen hertil, samt at der snart vil komme en ny og forbedret udgave af varen.¹⁵³ I forhold til insidersituationen kan betydningen af, om der er tale om en *offentlig* eller *intern viden* særligt overvejes.¹⁵⁴ Ved offentlig viden, forstået som viden der er alment tilgængelig, må udgangspunktet være, at man ikke er forpligtet til at oplyse sin medkontrahent herom. Man bør i sådanne tilfælde kunne forlade sig på, at medkontrahenten, i overensstemmelse med den almindelige undersøgelsespligt, er i besiddelse heraf. Den loyale oplysningspligt og undersøgelsespligten må altså afvejes over for hinanden for at afklare hvem af parterne, der er nærmest til at tilegne sig den pågældende viden.¹⁵⁵ Er den pågældende viden intern, vil det derimod være et moment, der taler for, at fortielsen er retsstridig, idet det i så fald normalt kan lægges til grund, at modparten ikke er i besiddelse heraf. Ifølge *Karlgren* vil det aldrig være retsstridigt at fortie *forretningshemmeligheder*, idet han antager, at “affärshemligheter under inga omständigheter behöva röjas”.¹⁵⁶ Dette kategoriske standpunkt må imidlertid kunne modificeres. En forretningshemmelighed skal naturligvis ikke videregives, da den som oftest er selve forudsætningen for at drive erhvervsvirksomhed. Situationen kan dog være den, at informationsbesidderen herved opnår en sådan fordel, at retsordenen ikke ønsker at beskytte ham på bekostning af medkontrahenterne. I så fald må løsningen være at aktivere udnyttelsesforbuddet, og statuere ugyldighed eller misligholdelse såfremt informationsbesidderen handler på baggrund heraf. Informationsbesidderen lider ikke nogen større skade herved, da hemmeligheden forbliver hemmelig og medkontrahenterne beskyttes ved, at de undgår at indgå i tabsgivende forretninger.¹⁵⁷ Samme betragtninger gør sig

153. Af litteratur herom se *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 400, *Lenart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmand, 2001, s. 156 f, *Bernhard Gomard*: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 159, *Stig Jørgensen*: Kontraktsret, bind 1, 1971, s. 138, *Carl Jacob Arnholm*: Privatrekt II – Avtaler, 1964, s. 331 og *Kai Krüger*: Norsk kjøpsrett, 1999, s. 190.

154. Sondringen mellem offentlig og intern viden vil tillige være af betydning i lignende situationer, eksempelvis den viden en offentlig ansat erhverver om byfornyelsesprojekter m.v. Se herom *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 413.

155. Bliver informationsbesidderen derimod klar over, at den konkrete medkontrahent svæver i en vildfarelse om et bestemmende forhold, må han efter omstændighederne være pligtig at oplyse herom. Se herom også *Christina Hultmark*: Upplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 14 og *Jo Hov*: Avtalerett, 1992, s. 249.

156. Se *Hjalmar Karlgren*: Avtalsrättsliga spørsmål, 1954, s. 106.

157. Se i samme retning for norsk ret *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 319 i småtrykket, og for svensk ret *Christina Hultmark*: Upplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 14 og 57 og *Bert Lehrberg*, Förutsättningsläran, 1989, s. 508.

gældende i de situationer, hvor informationsbesidderen er underlagt tavshedspligt. Ved handelen med værdipapirer følger denne tavshedspligt særligt af forbuddet mod videregivelse af intern viden i værdipapirhandelslovens § 36, stk. 1.¹⁵⁸ Også i disse tilfælde vil de facto-reglen være at aktivere udnyttelsesforbuddet, det vil sige pligten til at afstå fra at handle, idet insideren ikke uden at bryde sin tavshedspligt vil kunne genskabe informationspariteten.

Den anden kategori omhandler *bevæggrundene for at handle*. Fortielse heraf er som alt overvejende hovedregel ikke retsstridigt. Om man erhverver aktien af økonomiske, politiske, etiske eller af andre grunde er obligationsretten uvedkommende. At man til eksempel køber aktier med henblik på en "snigende overtagelse" (creeping acquisition) af selskabet, eller fordi man allerede har en køber til aktien, som man kan videresælge til med stor fortjeneste, er en viden, som man kan holde for sig selv.¹⁵⁹ Det samme gælder, såfremt handelen er motiveret af et ønske om at påvirke selskabet i en mere bæredygtig og socialt ansvarlig retning.¹⁶⁰ Ønsker man at købe en vare for 100 kr., har man ligeledes ikke pligt til at oplyse medkontrahenten om, at man er villig til at give 110 kr. for den. I denne kategori falder også "bange anelser", der kan spille en ganske betydelig rolle på det ofte meget følsomme værdipapirmarked. Ønsker man at sælge sin aktie, behøver man derfor ikke at fortælle køberen, at det skyldes, at direktøren, som man lige har haft et møde med, optrådte endog særdeles nervøst og usammenhængende.

Retsstridighedsforbeholdet spiller også en betydelig rolle for den tredje kategori omfattende *viden om markedsforhold af betydning for ydelsen*. Herom udtaler aftalelovsforarbejderne, at "Den ene Part maa

158. Tavshedspligten kan ligeledes følge af anden lovgivning eller brancheetiske regler. For advokaters vedkommende findes en særlig regel herom i pkt. 2.3.2 i de advokatetiske regler. Se tillige straffelovens § 152, stk. 1: "Den, [...] som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, hvortil den pågældende i den forbindelse har fået kendskab, straffes med bøde eller fængsel indtil 6 måneder".

159. Jævnfør også den norske Højesteretsdom i NRt 1932.481 NoH forudsætningsvist. I dommen bestod der dog et sådant forhold imellem de involverede parter, at den konkrete fortielse ikke kunne accepteres. Højesteret udtalte, at "Som følge av det ved garantierklæringen etablerede forhold kunde Handelsbanken ikke ha den rett som en frittstaende og utenforstaaende kjøper vilde ha hatt til at holde skjult for selgerne, at banken allerede ved kjøpet sat inne med bindende overbud fra den hollandske bank [min fremhævelse]" (se dommen s. 493). Dommen illustrerer, at oplysningspligten skærpes, såfremt der består en særlig relation imellem aftaleparterne, jævnfør nærmere herom nedenfor i afsnit 6.5.

160. En sådan hensigt ligger til eksempel bag samtlige aktieerhvervelser/-afhændelser af den danske Forening af Kritiske Aktionærer.

frit kunne benytte sig af sin bedre Viden, f. Eks. om oversøiske Markeders Beskaffenhed, til at gøre en for ham særlig god Forretning, uden at hans Fortielse af denne hans Viden gør Retshandelen ugyldig. Udbyttet af den fuldt ud legitime Handel beror i høj Grad paa en saadan bedre Viden”.¹⁶¹ I litteraturen fremhæves tillige andre eksempler, hvor fortielse af en markedsviden ikke anses for retsstridig. Det vel nok mest anvendte eksempel er, at en sælger ikke behøver at fortælle køberen, at varen kan købes billigere andet steds.¹⁶² Af andre eksempler kan nævnes, at varen laves billigere og bedre af konkurrenten, eller at alle branchekyndige venter et prisfald, rentefald eller kursfald. Medkontrahtenten kan tillige frit udnytte sin kommercielle erfaring og indsyn. Herunder hører også den erfaring om selskabet og dets markedssegment, der måtte være opnået via eksempelvis en direktørstilling i et børsnoteret selskab. En sælger vil heller ikke have pligt til at oplyse køberen om, at dennes planer vil støde på større økonomiske vanskeligheder, end han regner med, eller til at oplyse om de (negative) skatteretlige konsekvenser dispositionen vil få.¹⁶³

Som fremgået er retsstridighedsforbeholdet i dag blevet udviklet i en sådan grad, at dets konturer synes nogenlunde faste. Den med *Ross'* terminologi “tomme plakat” synes derved at have fået et ikke-ubetydeligt indhold, hvilket afhjælper den vilkårlighed, som antageligvis var *Ross'* væsentligste materielle indvending. Søger man et svar på, om en konkret fortielse er retsstridig, må retsordenen i dag siges at have tilvejebragt et operationelt grundlag herfor.

161. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (anden spalte).

162. Se blandt andre *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 400, *Joseph Lookofsky: Køb – Dansk indenlandsk købsret*, 2002, s. 73, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemmand*, 2001, s. 156, *Bernhard Gomard: Almindelig kontraktsret*, 1996, s. 159 og *Kai Krüger: Norsk kjøpsrett*, 1999, s. 190 med note 70.

163. Af litteratur herom se *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 400, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemmand*, 2001, s. 156 f, *Bernhard Gomard: Almindelig kontraktsret*, 1996, s. 159, *Stig Jørgensen: Kontraktsret*, bind 1, 1971, s. 138, *Knud Illum: Forelæsninger over almindelig formueret*, 1950, s. 68 og Henry Ussing: *Bristende forudsætninger*, 1918, s. 122. Af øvrig nordisk litteratur se *Axel Adlercreutz: Avtalsrätt I*, 1995, s. 267, *Rune Sæbø: Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 320 ff, *Carl Jacob Arnholm: Privatrecht II – Avtaler*, 1964, s. 331 f, *Kai Krüger: Norsk kjøpsrett*, 1999, s. 190, *samme: Norsk kontraktsrett*, 1989, s. 290.

3.6.4 Særligt om bedømmelsen af usikker viden

I forhold til vurderingen af insiderhandel er bedømmelsen af usikker viden af særlig interesse. Det skyldes, at der ved værdipapirhandel i særlig høj grad kan forekomme en bestemmende, men dog usikker viden, om de handlede værdipapirer. De værdipapirer, der handles på Københavns Fondsbørs A/S eller Dansk AMP A/S, afleder deres kurs fra underliggende aktiver, der blandt andet for aktiernes vedkommende udgøres af børs- og AMP-selskaber. I sådanne selskaber vil der normalt være en betydningsfuld intern viden, hvorunder hører usikker viden om planer for nye markeder, om resultaterne af foreløbige forsøg med nye produkter, om fusionsforhandlinger med en konkurrerende virksomhed og så videre. Er man i besiddelse af viden herom er spørgsmålet, hvornår den har en sådan karakter, at den er omfattet af den loyale oplysningspligt?

Om end spørgsmålet om usikker viden er af særlig betydning for handlen med værdipapirer, er dets opståen af almen kontraktretlig karakter. Spørgsmålet har derfor været forelagt domstolene i mange forklædninger. I *forsikringsretten* forelå det for Højesteret i UfR 1962.1 H, hvor forsikringstegneren havde fortiet "at han, da han den 19. juni 1957 tegnede forsikringen, var klar over, at hans benlidelse *kunne være alvorlig* [min fremhævelse]". Højesteret erklærede aftalen for ugyldig med hjemmel i den særlige svigsbestemmelse i forsikringsaftalelovens § 4. Fra retspraksis om *handel med fast ejendom* forelå en sag for Landsretten i UfR 1988.379 VL, hvor sælgeren havde "pligt til forud for salget at underrette køberen om risikoen for, at jernbjælkerne i ejendommen *kunne være tærede* [min fremhævelse]". Køberen tilkendtes en skønsmæssig erstatning. En lignende sag om *handel med løsøre* forelå for den Norske Højesteret i NRt 1953.449 NoH, hvor sælgeren burde have gjort køberen opmærksom på, "at det efter gjeldende forskrifter var *usikkert* [min fremhævelse] om maskinene ville kunne benyttes i pølsemakeriet".¹⁶⁴ Usikker viden var også omdrejningspunktet for en *arveretlig* tvist, der forelå for den Norske Højesteret i NRt 1917.795 NoH. Sagen omhandlede gyl-digheden af en skifteaftale imellem en datter og hendes far, hvori datteren afskrev sig en del af sin arv fra den nu afdøde mor. Kort tid efter giftede faren sig igen, hvorefter datteren påstod aftalen tilsidesat som ugyldig. Om farens oplysningspligt om giftemålet udtalte Højesteret, at "De

164. Om dommen se Kai Krüger: Norsk kjøpsrett, 1999, s. 194, 226 og 409 samt Rune Sæbø: Inn-sidehandel med verdipapir, 1995, s. 316 med note 68.

mere eller mindre *ubestemte planer* [min fremhævelse] i retning av egteskap...kunde han ikke ha nogen – juridisk eller moralsk – pligt til at aabenbare” (dommen s. 798).¹⁶⁵

Som referenceramme for vurderingen af den usikre viden, kan det have en vis værdi at gradbøje videnbegrebet i en faktisk viden (kendsgerninger), usikker viden og skønsmæssig viden. I den sammenhæng er særligt den skønsmæssige viden interessant, idet den, på samme måde som begrebet bagatelagtig viden, udtrykker en viden, der ikke er omfattet af den loyale oplysningspligt, jævnfør *Lassen*: “et nok saa sikkert Skjøn er ikke tilstrækkeligt” til at være omfattet af videnbegrebet.¹⁶⁶ Herunder falder også de analyser og andre kvalificerede vurderinger af verdipapirer, der udarbejdes af finansanalytikere og andre konsulenthuse.¹⁶⁷ Med fastlæggelsen af den nedre grænse for den usikre viden, kan indsatsen herefter koncentreres om de parametre, der afgør, hvorvidt den usikre viden er omfattet af den loyale oplysningspligt.

Ved bedømmelsen heraf kan der på baggrund af teori og retspraksis særligt opstilles to indbyrdes sammenhængende parametre: *sandsynligheden* for, at forholdet bliver en realitet, og det *omfang* (betydning), det vil få for den handlede ydelses værdi. Bedømmelsen kan derfor formuleres som en sandsynlighed-omfang test.¹⁶⁸ I dansk ret var *Ussing* den første til at beskrive bedømmelsen af den usikre viden. I førsteudgaven af “Aftaler” fastslog han, at “Som viden maa...behandles det Forhold, at bestemte Kendsgerninger frembringer en meget høj Grad af Sandsynlighed”.¹⁶⁹ I sine fremstillinger af den almene obligationsret

165. Dommen er refereret hos *Rune Sæbø*: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 315 med note 67.

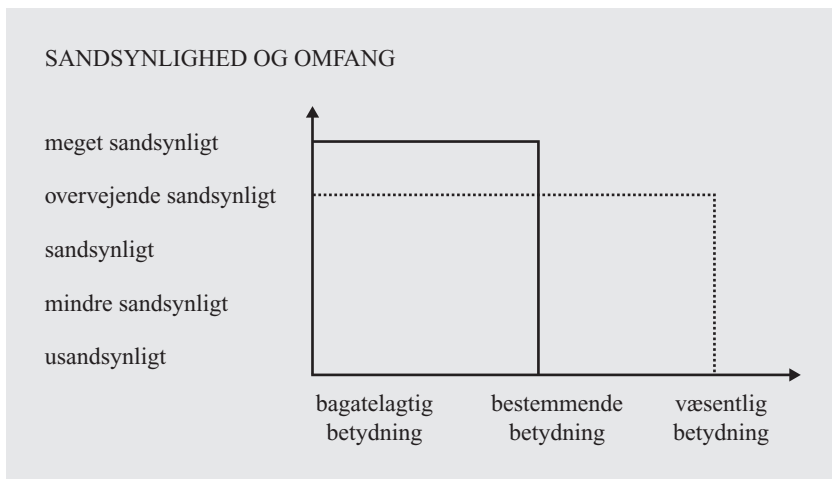
166. Se *Julius Lassen*: *Haandbog i Obligationsretten*, 1920, s. 137. Se tillige *Henry Ussing*: *Aftaler*, 1930, s. 105, *Stig Jørgensen*: *Kontraktsret*, Bind 1, 1971, s. 138 og *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: *Aftaler og mellemmand*, 2001, s. 157. Samme opfattelse fremføres i norsk ret af *Fredrik Stang*: *Innledning til formueretten*, 1935, s. 599 f, *Carl Jacob Arnholm*: *Privatrett II – Avtaler*, 1964, s. 331 og *Jo Hov*: *Avtalerett*, 1993, s. 256, der fremhæver, at de kendsgerninger løftemodtager bygger sit skøn (hypotesen) på, kan være genstand for oplysningspligt, selv om skønnet ikke i sig selv er omfattet. Se også *Rune Sæbø*: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 318 med note 72.

167. Jævnfør *Mads Bryde Andersen*: *Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 400.

168. En tilsvarende formulering anvendes af *Sæbø* – “*Probability and magnitude-vurderingen*” – om den obligationsretlige vurdering af usikker viden. Se *Rune Sæbø*: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 318.

169. Se *Henry Ussing*: *Aftaler*, 1930, s. 105 med note 5. Samme standpunkt ses fremført af blandt andre *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TfR 1934.105 (der støtter sig til *Ussing* og *Stang* i TfR 1930.77), *H.F. Marthinussen*: Noen bemerkninger om “Insider trading”, Lov og Rett, 1969, s. 379 med henvisning til fusionsproblematikken i Konsul Øien-dommen i TfR 1918.49 NoH og *Rune Sæbø*: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 316 ff.

havde *Lassen* derimod fastholdt et krav om, at “det ordentligvis da kun [er] faktiske Kjendsgerninger, som man ved sikker Besked om, ikke Formodninger eller Skjøn, som man er pligtig at oplyse”.¹⁷⁰ Sandsynlighed-omfang vurderingen betyder, at såfremt der foreligger en høj grad af sandsynlighed for en bestemmende begivenheds indtræden, vil viden herom være omfattet af den loyale oplysningspligt. Herudover kan sammenhængen imellem de to parametre efter omstændighederne medføre oplysningspligt i tilfælde, hvor sandsynlighedsgraden er knap så høj,¹⁷¹ men hvor begivenhedens indtræden vil være af væsentlig betydning for ydelsens værdi:



Netop denne situation forelå til pådømmelse for den norske Højesteret i *Konsul Øien-dommen*¹⁷² om en insiderhandel. I sagen havde aktiesælgeren påstået salget ugyldigt, da køberen (der var direktionsformand i selskabet) blandt andet havde fortiet, at selskabet lå i seriøse fusionsforhandlinger. Højesteret erklærede retshandlen for delvis ugyldig og tilkendte sælgeren erstatning. Som begrundelse herfor udtalte Højesteret, at “Ganske vist laa der i disse [forhandlinger] bare en chance for fortjeneste, men denne chance var dog saavidt betydelig, at appellandtinden ikke burde ha været latt i uvitenhet om den” (dommen s. 59). Den betydelige (overvejende) sandsynlighed for fusio-

170. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten, 1920, s. 133.

171. Begivenhedens indtræden må dog stadig være overvejende sandsynlig.

172. Se NRT 1918.49 NoH. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.3.

nens indtræden¹⁷³ fandtes med andre ord tilstrækkeligt til at aktivere den loyale oplysningspligt.¹⁷⁴

3.6.5 Hjemmelsgrundlaget

Den meget tætte sammenhæng imellem de aftaleretlige og købe-/obligationsretlige bestemmelser illustreres i det fælles hjemmelsgrundlag. Culpa udgør grundlaget for både ugyldigheds-, misligholdelses- og erstatningsvurderingen.¹⁷⁵ Det er ligeledes denne terminologi, der har fundet udtryk i købelovens kodifikation i § 76, stk. 1, nr. 3 og § 80, stk. 1, nr. 3 “sælgeren har forsømt, at give køberen oplysning” og er i overensstemmelse med den almindelige regel om, at der i undladelsestilfælde kræves en forsømmelse for at statuere ugyldighed, misligholdelse eller erstatning.¹⁷⁶ Der skal med andre ord være noget at bebrejde debitor som en culpøs (forsætlig eller uagtsom) fortielse af viden eller burde viden om det pågældende forhold. Stringent betragtet udgør forsæt en selvstændig hjemmelskategori. Eftersom culpa i form af burde viden er tilstrækkeligt, er det dog normalt at medtage forsætshjemmelen heri.

Et spørgsmål, der synes værd at berøre, er, om oplysningspligten til lige kan opstå med hjemmel i et andet retsgrundlag end forsæt eller culpa. Det kan tænkes, såfremt informationsbesidderen ikke har faktisk viden eller burde viden, men efter en samlet vurdering af forholdet er nærmest til at bære risikoen herfor. Retsgrundlaget ville i så fald være objektivt. *Gomard* synes at åbne for denne mulighed med antagelsen om, at “Kontraktsparter har pligt til loyalt at oplyse hinanden om sådanne forhold...som de kender eller bør kende eller *efter omstændighederne*

173. En fusion vil normalt altid udgøre en væsentlig viden.

174. Højesteret tillagde det ikke nogen betydning, at fusionsforhandlingerne faktisk ikke mundedde ud i en fusion: “At forhandlingerne med A/S Meraker Bruk tilslut strandet, kan ikke bevirke at fortielsen av de med dette indledede forhandlinger blev uten betydning” (dommen s. 62 f). Herved understreges den almindelige regel om at fortielsesvurderingen må foretages ex ante (på fortielsestidspunktet), jævnfør nærmere herom nedenfor i afsnit 4.7.10 med henvisning til praksis om værdipapirhandel.

175. Jævnfør blandt andre *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 64 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 159. Aftalelovens §§ 30 og 33 opstiller dog krav om at fortielsen er forsætlig. Den forsætlige fortielse, vil tillige udgøre en særligt kvalificeret overtrædelse af oplysningspligten og dermed yderligere hjemle medkontrahenten en hævebeføjelse efter misligholdelseslæren.

176. Jævnfør *Joseph Lookofsky*: Køb – Dansk indenlandsk købsret, 2002, s. 73, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret I, 2000, s. 64 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 48.

navnlig for professionelle erhvervsdrivende dog er nærmest til at vide besked med [min fremhævelse]...”.¹⁷⁷ Citatet rummer, foruden forsæt og culpa, det objektive retsgrundlag, der bygger på rene risikobetragtninger (fremhævet med kursiv). *Bryde Andersen og Lookofsky* antager derimod, at “I modsætning til de tilfælde, der angår positiv fremsættelse af urigtige oplysninger, skal der...være tale om en forsømmelse, altså noget at bebrejde debitor som en *culpøs*, dvs. forsætlig eller uagtsom, fortieelse af viden eller burde viden om det pågældende forhold.” Om selve culpavurderingen udtaler forfatterne: “Hvornår det kan “bebrejdes” en aftalepart, at han ikke oplyser om et bestemt forhold, beror på en samlet – og ofte vanskelig – vurdering af, *hvem der må anses “nærmest” til at afklare det pågældende tema* [min fremhævelse]”. Som momenter i denne vurdering fremhæves typeforudsætninger samt hensynet til økonomisk effektivitet.¹⁷⁸ Qua denne formulering anvender *Bryde Andersen og Lookofsky* snarere risikobetragtningerne til at fastlægge den ansvarlige handlenorm end som en selvstændig hjemmelskategori. Det er tvivlsomt om det også er en sådan anvendelse *Gomard* sigter til. Den sproglige formulering synes at tale herimod, da risikovurderingen opstilles som en selvstændig kategori, jævnfør formuleringen “...eller...”. Det objektive grundlag er ikke hjemlet i købelovens kodifikation, og man bør i hvert fald ved fortieelser være påpasselig med at lade den loyale oplysningspligt udvides til at opstå på et rent objektivt grundlag.¹⁷⁹ I denne afhandling antages der kun at bestå en loyal oplysningspligt, såfremt der er handlet forsætligt eller culpøst.

Efter omstændighederne kan det være en fordel, at procedere den civilretlige sag med forsæt som principalt anbringende. *Spleth* har meget billedligt formuleret retsordenens stilling til forsæt således: “Det kan forsvares, at man lader køberen...til en vis grad købe “katten i sækken”, men hæderligheden må da kræve, at sælgeren ikke kan skjule en særlig viden om, at det, der er i sækken, ikke duer”.¹⁸⁰ Procedurens fordel skyldes den af *Iversen* påviste refleksvirkning imellem skyldgraden og de enkelte erstatningsbetingelser.¹⁸¹ Ifølge *Iversen* påvirker skyldgraden kausalitetsbeviset, adækvansbetingelsen, tabsbeviset, egen skyld-

177. Se *Bernhard Gomard*: Obligationsret 1. Del, 1998, s. 193.

178. Se *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 64.

179. Samme standpunkt indtages nedenfor i afsnit 4.4.2 om aftalelovens § 36, der hjemler ugyldighed på baggrund af en ren objektiv risikovurdering.

180. Se *P. Spleth*: Mangelsbegrebet, UfR 1955B, s. 66.

181. Se *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 78 ff.

vurderingen samt tabsbegrænsningspligten.¹⁸² Forsæt kræver bevis for, at medkontrahenten handler mod bedre vidende. Herved er rekvisitten for så vidt identisk med rekvisitterne i aftalelovens §§ 30 og 33. Det vil sige, at insideren skal være klar over, at fortielsen er bestemmende derved, at medkontrahenten eller en normal medkontrahent ville have vurderet aftalepræstationen anderledes.¹⁸³

For culpaproceduren er kardinalpunktet, hvorvidt informationsbesidderen (insider) burde kende til det pågældende forhold. Dette må vurderes med udgangspunkt i den konkrete situation. Prisen (kursen) vil i den sammenhæng kunne være et ikke-uvæsentligt bevisdata, jævnfør Fuldmægtig-dommen,¹⁸⁴ hvor retten udtalte, at “Efter den pris indstevnte [insideren] gav, maa han ha forstaat, at sælgeren ikke hadde faat besked endnu” (dommen s. 270 f). Vurderingen må indeholde en bedømmelse af den pågældende videns karakter. Er den eksempelvis mere eller mindre usikker? Hertil kommer spørgsmålet om, hvem af parterne der er nærmest til at identificere og afklare det pågældende forhold.

Den loyale oplysningspligt opstiller udelukkende som betingelse, at der består en kontraktrelation imellem informationsbesidderen og medkontrahenten. I visse situationer vil en særlig tilknytning dog skærpe vurderingen af informationsbesidderens adfærd og dermed af oplysningspligtens opståen og indhold. Baggrunden herfor skal findes i pligtens forankring i den obligationsretlige loyalitetslære.¹⁸⁵ Optræder man illoyalt ved (foruden fortielsen) at udnytte en særlig relation, kan man siges at begå et “ekstra” loyalitetsbrud, hvilket skærper vurderingen af den pågældendes adfærd.¹⁸⁶ Et illustrativt eksempel forelå til pådømmelse for den norske Højesteret i NRt 1932.481 NoH. I sagen havde Den norske Handelsbank fortiet, at den ved en købsaftale allerede havde et bindende overbud fra en hollandsk bank på køb af 500.000 guldrubler. Herved sikrede banken sig en betydelig fortjeneste. Som gennemgået ovenfor i afsnit 3.6.3 er hovedreglen, at en fortielse af viden om egne bevæggrunde for handlen ikke er retsstridig. Højesteret nåede imidlertid det modsatte resultat med følgende begrundelse:

182. Se nærmere herom nedenfor i afsnit 5.7.4.

183. Retspraksis indeholder adskillige eksempler på forsætlige fortielser. Se til eksempel UfR 1969.464 V (sælgeren vidste, at den solgte bil stod over for en hovedreparation, men undlod at oplyse køberen herom).

184. Se NRt 1921.267 NoH. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.6.

185. Se herom nedenfor i afsnit 5.1 og 5.2.

186. Jævnfør også herom hos Rune Sæbø: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 327 ff.

“Som følge av det ved garantierklæringen etablerte forhold kunde Handelsbanken ikke ha den rett som en frittstaaende og utenforstaaende kjøper vilde ha hatt til at holde skjult for selgerne, at banken allerede ved kjøpet sat inne med bindende overbud fra den hollandske bank” (dommen s. 493). I dommen bestod der en særlig relation imellem Handelsbanken og sælgeren, og den illustrerer, at overtrædelser af den obligationsretlige loyalitetspligt tages alvorligt. En særskilt tilsidesættelse af loyalitetspligten kan derfor føre til statuering af oplysningspligt i en situation, hvor en sådan normalt ikke vil foreligge.

Ved insiderhandel vil det særligt være tilknytningen til udstederen, der kan forstærke insiderens loyalitetspligt. Tilknytningen kan være direkte eller indirekte. Den direkte tilknytning foreligger eksempelvis, hvis man er medlem af et ledende organ, er ansat eller udfører hverv for udstederen (eksempelvis som advokat eller revisor). Den indirekte tilknytning er i modsætning hertil noget mere “løs”. Et eksempel herpå er en ansat i en virksomhed med hvem, udstederen har en kontraktrelation.

Betydningen af den *direkte relation* var til pådømmelse i Konsul Øien-dommen,¹⁸⁷ hvor Højesteret erklærede handlen for ugyldig. Det forhold, at Konsul Øien var formand for direktionen og dermed primær insider, betød, at domstolen skærpede ansvarsnormen: “Som av underretten bemærket, er der i vor ret ikke noget forbud mot at direktionsmedlemmer opkjøper aktier i sit selskap. Men hermed er ikke sagt, at ikke kjøperens stilling som medlem av direktionen og det bedre kjendskap, han som saadan vil ha til selskapets stilling og utsigter, maa medføre visse baand paa hans handlefrihet” og “Maalt med denne skjærpede maalestok kan jeg ikke andet end finde, at de oplysninger...som blev meddelt...var misvisende og i et væsentlig punkt ufuldstændige...og der...ikke blev git...tilstrækkelig oplysning om de...allerede indledede [fusions]forhandlinger (dommen s. 59). At der må gælde en skærpet ansvarsnorm for selskabets insidere synes naturlig. Der hersker ikke megen tvivl om, at bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere hos udstederen forud for en handel med værdipapirer i eget selskab, har særlig mulighed for at sikre sig, at der ikke foreligger intern viden, for eksempel ved, hvis den pågældende er i tvivl, at undersøge om oplysningen er offentliggjort. Den materielle ansvarsskærpeelse må tillige få en vis processuel betydning derved, at bevisskravene

187. NRt 1918.49 NoH. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.3.

med hensyn til uagtsomhed/forsæt må være lempeligere end for personer uden tilknytning til udstederen.¹⁸⁸ I norsk ret er der sågar indført en særlig undersøgelsespligt i den norske værdipapirhandelslov § 2-3, hvorefter de primære insidere skal foretage en forsvarlig undersøgelse af, om der foreligger intern viden hos udstederen, førend de handler i dennes værdipapirer. Den materielle pligt i § 2-3 vil tillige have processuel betydning ved, at det må være insideren, der skal bevise, at han faktisk har foretaget denne undersøgelse.

Betydningen af den *indirekte tilknytning* var til pådømmelse i Fuldmægtig-dommen,¹⁸⁹ hvor handlen ligeledes erklæredes for ugyldig. Højesteret lagde vægt på “dels...den fortiede omstændigheds betydning for aktiens værdi og dels...de forhold, hvorunder indstevnte havde erhvervet kundskab om den” (dommen s. 270). Om relationen imellem insideren og selskabet udtales herefter, at retten “finder, at indstevnte ikke havde ret til at fortie en omstændighed av denne art og betydning. Saa meget desto mere maa dette gjælde, som indstevnte havde faat sin kundskab i medfør av sin stilling som kontorfuldmægtig i det firma, til hvilket rederen havde overdrat omsorgen for skibets salg. Indstevnte har aapenbart søkt at utnytte denne kundskab, før den kom videre til selskapets aktionærer” (dommen s. 270). Denne refleksvirkning af loyalitetsbruddet er naturlig i obligationsrettens partsrelaterede begrebsverden. Derimod spiller loyalitetsbruddet ingen rolle i værdipapirhandelsretten, hvor retsbruddet ikke består over for medkontrahenten eller en selvstændig opdragsgiver, men derimod over for værdipapirmarkedet som sådant.¹⁹⁰

Af andre spørgsmål i uagtsomhedsvurderingen kan nævnes, om der kan opstilles relevante typeforudsætninger samt hvilke karakteristika, der kendetegner værdipapirmarkedet. Typeforudsætninger spiller en ikke-ubetydelig rolle ved genusydelser, såsom de værdipapirer, der handles på værdipapirmarkedet.¹⁹¹ Også markedets karakteristika må

188. Se også herom *David Moalem*: Det danske insiderregister – to skridt frem og et tilbage, Ju 2003:6, s. 230 og *samme*: Insiderpersonkredsen – sontringen mellem primære og sekundære insidere, Ju 1999:3, s. 113.

189. Se NRt 1921.267 NoH. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.6.

190. Jævnfør *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 269 ff.

191. Om typeforudsætninger se eksempelvis *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 64. Typeforudsætningerne har fået en særlig kodifikation i Markedsmisbrugsdirektivet, hvorefter intern viden om råvarederivater er en sådan “som brugere af markeder, hvor sådanne derivater handles, ville forvente at modtage i overensstemmelse med accepteret markedspraksis for disse markeder”, jævnfør direktivet artikel 1, stk. 2.

anvendes til at fastlægge, hvad der udgør det anerkendte adfærdsmønster. Det gælder for en stor del af værdipapirerne på det finansielle marked, at der er en udpræget investeringsrisiko. For aktiernes vedkommende er man medejer af en virksomhed, og her kan der gøres gode som dårlige forretninger. Det er dog vigtigt, at denne investeringsrisiko ikke sammenblandes med spørgsmålet om risikoen for, at medkontrahenten tilsidesætter sin loyale oplysningspligt. Investeringsrisikoen påhviler den enkelte aftalepart og er udtryk for, at det ikke er enhver uoverensstemmelse mellem aftalevilkårene og værdipapirets underliggende værdi, der kan overvæltet på medkontrahenten. Det kan være endog særdeles vanskeligt at værdiansætte et værdipapir. Betragtes værdipapirmarkedet i forhold til andre markeder, synes det tillige at have et noget mere spekulativt præg, og det er den enkelte aftalepart, der må bære risikoen herfor.¹⁹² Det er imidlertid ikke det samme som, at løftegiver skal bære risikoen for at blive besveget eller udsat for culpøs adfærd ved løftemodtagerens overtrædelse af sin loyale oplysningspligt. Denne risiko pålægges uanset hvilket marked, der tales om, den ondtrøende løftemodtager, jævnfør også Fuldmægtig-dommen,¹⁹³ hvor den norske underret havde afvist medkontrahentens ugyldighedspåstand med henvisning til, at handelen med aktier “var en utpræget spekulationsaffære, hvor baade kjøper og sælger maatte ha for øie muligheten av at hans medkontrahent sat inde med specielle oplysninger” (dommen s. 269). Højesteret nævner forståeligt nok ikke dette argument i sin domskonklusion.

3.6.6 Om hypotetisk årsagskonkurrence

Ved insiderhandel som markedstransaktioner vil insideren og medkontrahenten træffe deres handelsbeslutning uafhængigt af hinanden. Ved de direkte transaktioner kan det ligeledes forekomme, at det er medkontrahenten og ikke insideren, der tager initiativet til handelen, der indgås til markedskursen. Såfremt der under disse omstændigheder rejses et krav om erstatning, vil en insider kunne argumentere, at såfremt han ikke havde handlet, ville medkontrahenten i stedet blot have indgået en aftale med en tredjemand til den samme handelskurs. I så fald foreligger der ikke årsagssammenhæng, og der kan følgelig ikke siges at være lidt et tab i erstatningsretlig forstand.

192. Jævnfør for norsk ret *Rune Sæbø*: Insidehandel med verdipapir, 1995, s. 305 ff.

193. NRt 1921.267 NoH. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.6.

Denne form for argumentation behandles i teorien under læren om konkurrerende skadesårsager, nærmere betegnet under spørgsmålet om *hypotetisk årsagskonkurrence*. Iversen formulerer hændelsesforløbet således, at “Ved hypotetisk årsagskonkurrence udfolder den første årsag sin virkning og fremkalder *faktisk* skaden, hvorimod den anden årsag ikke kommer til at udfolde sin virkning og alene forbliver *hypotetisk*. Da det således kun er den første årsag, der griber ind i begivenhedsforløbet, betegnes denne som *indgrebsårsagen*, mens den anden årsag, der ville have grebet ind, hvis den første årsag tænkes bort, betegnes som *reserveårsagen*.”¹⁹⁴ Spørgsmålet om hypotetisk årsagskonkurrence vedrører udelukkende erstatningskrav. For de krav på ydelse-nes tilbagegang, der gøres gældende som følge af ugyldighed eller misligholdelse, har læren ingen betydning, og dette uanset om disse krav er konverteret til et pengekrav.¹⁹⁵

I insidersituationen består årsagskonkurrencen imellem medkontra- hentens faktiske handel med insideren og den hypotetiske handel, som han ville have indgået med en tredjemand, såfremt insideren ikke havde handlet. Tillægges den hypotetiske handel betydning, vil med- kontrahenten være afskåret fra at gøre et erstatningskrav gældende. Det kan ikke med sikkerhed siges, om læren anerkendes i dansk ret eller ej. I retslitteraturen er der uenighed herom, og der synes særligt at være tre grupperinger: tilhængerne, modstanderne og pragmatikerne.

Den vel nok fremmeste repræsentant for *tilhængerne* var *Lassen*, der indtog det standpunkt, at “Handlingen maa være Aarsag til Skaden. Forholdet maa være det, at uden Handlingen vilde Skaden ikke være indtraadt (*condictio sine qua non*): hvis Retsforstyrrelsen (den samme eller væsentligt den samme) vilde være indtraadt, ogsaa dersom den paagjældende Handling ikke var foretaget, indtræder intet Ansvar for Retsforstyrrelsen, selv om Handlingen var retsstridig”.¹⁹⁶

Af repræsentanter for modstanderne kan særligt *Ussing* fremhæves. Med henvisning til *Lassens* lære antager han, at “Efter mit Skøn bør

194. Se *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 810.

195. Jævnfør *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 829 f med kritik af Konsul Øien-dommen (NRt 1918.49 NoH), hvor den norske Højesteret anvender læren på en ugyldighedspåstand. Se nærmere herom nedenfor i afsnit 4.7.3.

196. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten – Almindelig Del, 1920, s. 251 f. *Lassen* synes allerede i tredjeudgaven at have raffineret sit standpunkt en del i forhold til førsteudga- ven (se førsteudgaven af 1892, s. 161). Af andre fremtrædende tilhængere se særligt *Fredrik Stang*: Erstatningsansvar, 1919, s. 352 ff og *Stig Jørgensen*: Erstatningsret, 1972, s. 204 ff.

Ansaret ikke falde bort i saadanne Tilfælde. Det er næppe muligt at give nogen real Grund for en Regel som Lassens, og den har den meget uheldige Side, at det er ganske umuligt at drage en klar Grænse for dens Anvendelsesområde. Hvis man overhovedet vil udelukke Ansvar, fordi Tabet alligevel vilde have ramt den skadelidende, bør det i al fald kun ske i langt snævrere Omfang og kun i Tilfælde, der tydeligere adskiller sig fra dem, der følger Hovedreglen”.¹⁹⁷

Pragmatikerne må placeres et sted midt imellem de to udgangspunkter, med knap så skarpe standpunkter pro et contra. Som repræsentanter herfor kan nævnes *Vinding Kruse*¹⁹⁸, *von Eyben & Vagner*¹⁹⁹ og *Iversen*. *Iversen* må dog placeres tæt på modstanderfløjen, idet han som udgangspunkt ikke vil tillægge hypotetisk årsagskonkurrence nogen betydning: “Udgangspunktet om, at der ikke skal tages hensyn til hypotetisk årsagskonkurrence, kan også formuleres på den måde, at skadelidte ikke mister sit krav på erstatning for en *færdig skade*, selv om han senere ville være blevet påført samme skade under alle omstændigheder”.²⁰⁰

Der kan anføres vægtige argumenter til støtte for hver af de tre standpunkter.²⁰¹ Hvad, der udgør gældende ret, kan derfor ikke siges med sikkerhed. På trods af retsusikkerheden antages det i denne afhandling, at hypotetisk årsagskonkurrence ikke udelukker erstatning for medkontrahenten ved insiderhandel. Principielt støttes antagelsen på følgende argumenter: *For det første* er erstatningskravet opstået allerede ved den skadevoldende handling foretaget, det vil sige ved aftaleindgåelsen. Når kravet er kommet til eksistens ved en faktisk ansvarspådragende adfærd, kan det ikke antages at blive “udslukket” med henvisning til en hypotetisk fremtidig handling. *For det andet* taler retstekniske hensyn for, at man ved den retlige bedømmelse tillægger faktum større vægt end det hypotetiske: et argument, der understøttes af, at der er bred enighed om, at bevisbyrden for den hypotetiske årsagskonkurrence (såfremt en sådan må anerkendes) under alle omstæn-

197. Se *Henry Ussing*: Erstatningsret, 1937, s. 147 f. Før *Lassen* synes det tillige at have været den almindelige opfattelse, at hypotetisk årsagskonkurrence ikke udelukkede erstatning, jævnfør *A. C. Evaldsen*: Skyldnerens Mora, 1870, s. 156 ff og *Niels Lassen*: Nogle Bemærkninger om Skadeserstatningspligtens Omfang, TfR 1889, s. 61 f.

198. Se *Anders Vinding Kruse*: Erstatningsretten, 1989, s. 146 ff.

199. Se *Bo von Eyben og Hans Henrik Vagner*: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 287 ff.

200. Se *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 827.

201. For en gennemgang heraf med udførlige litteraturhenvisninger, se særligt *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 821 ff.

digheder påhviler skadevolderen, og at kravet til bevisets styrke i almindelighed er et krav om vished for, at skaden ville være indtrådt.²⁰² For det tredje vil retsfølelsen vel normalt tilsi, at retsforhold vurderes ud fra faktum om, hvad der reelt er sket, og ikke ud fra, hvad der ville være sket. Disse principielle argumenter forstærkes, når bedømmelsen vedrører en kontraktuel forpligtelse. Obligationsrettens loyale oplysningspligt er partsrelateret. Dette gælder for aftalelovens ugyldighedsregler og følger tillige af sælgerens loyale oplysningspligt, hvorefter overtrædelse udgør en købe-/obligationsretlig mangel og erstatningsgrundlag. Når krænkeren (insideren) overtræder en sådan pligt over for sin medkontrahent, må erstatningsvurderingen ske med udgangspunkt i dette inter partes pligtbrud og ikke i en hypotetisk alternativsituation. Ved bedømmelsen af den økonomiske skadevirkning, må man derfor sammenholde parternes faktiske handelskurs med den kurs, som medkontrahenten ville have handlet til, såfremt han havde været i besiddelse af den samme viden som insideren, og ikke med den hypotetiske handelskurs,²⁰³ som han ville have handlet til, såfremt han handlede med en tredjemand i stedet.

3.6.7 Skematisk oversigt

Som fremgået udgør den loyale oplysningspligt det fælles grundlag for de aftale- og købe-/obligationsretlige udnyttelsesforbud. Det betyder, at en insiders tilsidesættelse heraf efter omstændighederne både vil kunne udgøre en aftale- og en købe-/obligationsretlig krænkelse. Er den fortiede viden væsentlig eller fortielsen forsætlig, vil det udgøre en særligt kvalificeret overtrædelse af oplysningspligten og dermed hjemle medkontrahenten en hævebeføjelse efter misligholdelseslæren.²⁰⁴ Sammenhængen imellem bestemmelserne kan opstilles således:

202. Jævnfør *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 826 f.

203. Forstået som den faktiske markedskurs ex ante den interne videns offentliggørelse.

204. Forsæt er dog udelukkende en betingelse efter aftalelovens §§ 30 og 33.

DEN LOYALE OPLYSNINGSPLIGT

Viden	Adfærd	Hjemmel	Retsvirkninger
Bestemmende viden	Culpa	Aftl. § 36 sælgers LO forudsætningslæren	(i) hel/delvis ugyldighed (ii) forholdsmæssigt afslag (iii) erstatning
Bestemmende viden	Forsæt	Aftl. §§ 30, 33, 36, sælgers LO, forudsætningslæren	(i) hel/delvis ugyldighed (ii) forholdsmæssigt afslag (iii) erstatning (iv) hæve
Væsentlig viden	Culpa	Aftl. § 36 sælgers LO, forudsætningslæren	(i) hel/delvis ugyldighed (ii) forholdsmæssigt afslag (iii) erstatning (iv) hæve
Væsentlig viden	Forsæt	Aftl. §§ 30, 33, 36, sælgers LO, forudsætningslæren	(i) hel/delvis ugyldighed (ii) forholdsmæssigt afslag (iii) erstatning (iv) hæve

3.7 Insiderhandelen i praksis

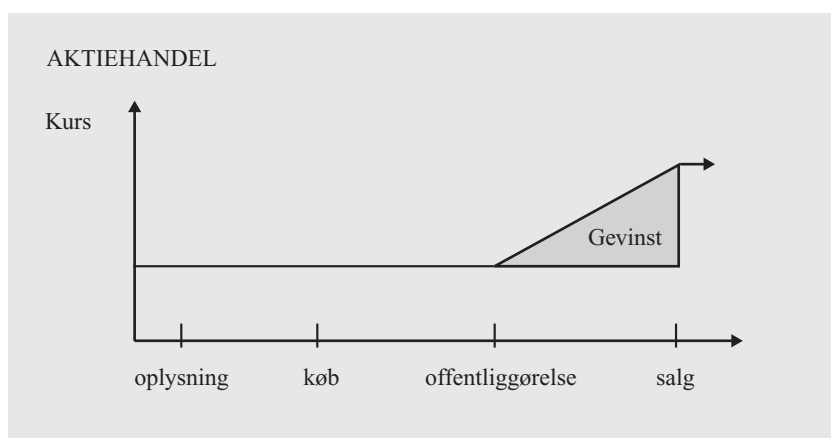
3.7.1 Indledning

Af analysen i afsnit 5.5 nedenfor fremgår, at købe-/obligationsretten ikke hjemler en loyal oplysningspligt for køber. Det betyder, at såfremt medkontrahenten er sælger, vil han udelukkende kunne anvende aftaleretten som grundlag for sit krav. Hvorvidt insideren optræder som køber eller sælger beror imidlertid ikke udelukkende på et valg. Afgørende herfor er om han er i besiddelse af en positiv eller negativ viden, samt om der handles direkte i værdipapiret eller i et afledt instrument. Ved insiderhandel på baggrund af positiv intern viden, vil insideren altid optræde som køber. Ved negativ intern viden afhænger det derimod af, hvorvidt insideren besidder en aktieportefølje i det pågældende værdipapir eller ej. Ejer insideren værdipapiret i forvejen, vil han kunne opnå en fortjeneste (besparelse) ved at sælge, forinden kursfaldet indtræder. Omvendt vil han kunne udnytte kursfaldet ved at købe en put-option, der indfries efter, at oplysningen er offentliggjort. Nedenfor il-

lustreres disse (hoved)måder, insideren kan handle i værdipapirmarkedet på.

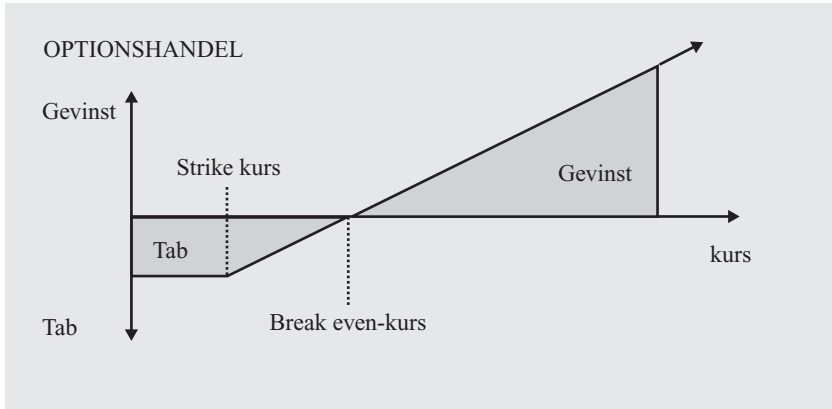
3.7.2 Spekulation i kursstigning

Er den interne viden positiv, vil resultatet ved dens offentliggørelse, alt andet lige være, at kursen stiger. Man kan i så fald forestille sig to handelssituationer, hvor insider vil optræde som køber i dem begge: enten som aktiekøber eller som køber af en call-option med aktien som underliggende aktiv. Ved aktiekøbet kan handelsforløbet illustreres således:



Situationen er den, at insideren på baggrund af den interne viden køber en given mængde af det pågældende værdipapir. Efter offentliggørelsen stiger kursen, og insider kan realisere sin fortjeneste ved at sælge aktierne igen. I så fald kan fortjenesten beregnes ved følgende ligning: *antallet af værdipapirer * (salgskursen – købskursen) – kurtage og øvrige omkostninger ved transaktionen.*

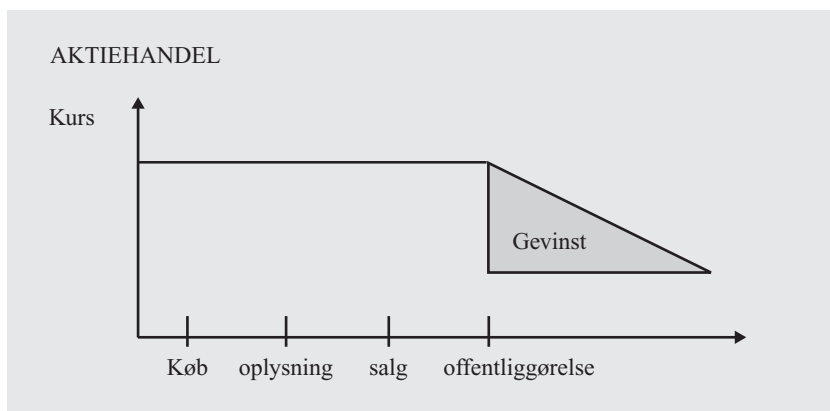
Vælger insider i stedet at købe en call-option, kan afkastprofilen illustreres således:



Her vil situationen være den, at insideren på baggrund af den interne viden køber en call-option med det pågældende værdipapir som underliggende aktiv. Optionen giver insider ret til, at købe til den nuværende markedskurs på et fremtidigt fastsat tidspunkt. Efter offentliggørelsen af den interne viden stiger kursen, og insider kan realisere fortjenesten ved at indfri optionen. Fortjenesten opnås ved at købe værdipapirerne af optionsskriveren til den (tidligere) lave kurs og herefter sælge dem i markedet til den nuværende højere kurs. Fortjenesten kan derfor beregnes ved følgende ligning: *antallet af værdipapirer * (salgskursen – købskursen) – præmiebetalingen og øvrige omkostninger ved transaktionen.*

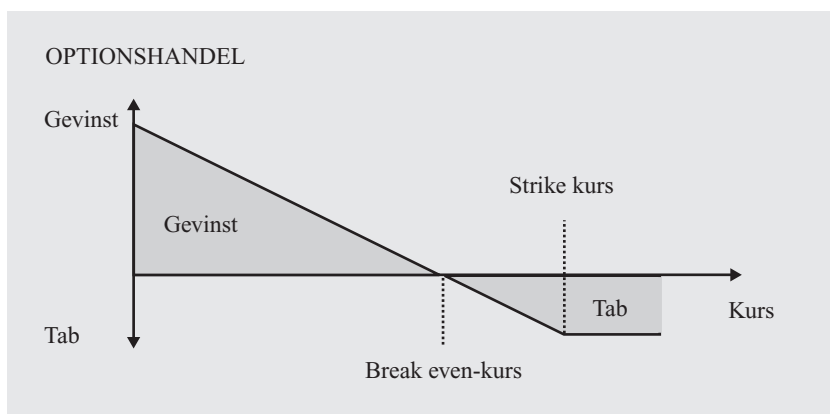
3.7.3 Spekulation i kursfald

Såfremt den interne viden er negativ, vil resultatet ved dens offentliggørelse være, at kursen falder. I modsætning til begivenhedsforløbet ved positiv viden, må der her sondres imellem to situationer: (i) insider ejer værdipapirer før handelen og (ii) insider ejer ikke værdipapirer før handelen. Ejer insider værdipapirer før handelen, vil insider optræde som sælger, og handelsforløbet kan illustreres således:



Situationen er den, at insideren er i besiddelse af en portefølje i den pågældende aktie. Insider vil optræde som sælger, idet han ønsker at undgå et værdifald ved offentliggørelsen af den negative viden. Insiderens fortjeneste er derved et undgået tab, der kan beregnes ved følgende ligning: *antallet af værdipapirer * (salgskursen – kursen efter offentliggørelsen) – kurtage og øvrige omkostninger ved transaktionen.*

Ejer insideren ikke værdipapiret førend modtagelsen af den negative interne viden, vil han tillige kunne spekulere heri ved at optræde som køber af en put-option. Handelsforløbet kan illustreres således:



Ved at købe en put-option med værdipapiret som underliggende aktiv får insider ret til at sælge til den nuværende markedskurs på et fremtidigt fastsat tidspunkt. Efter offentliggørelsen af den interne viden falder kursen, alt andet lige, og insider kan realisere fortjenesten ved at

indfri optionen. Fortjenesten opnås ved, at insideren opkøber værdipapiret i markedet til den nuværende lave kurs, hvorefter han sælger den til optionsskriveren for den (tidligere) høje kurs. Fortjenesten kan herefter beregnes ved følgende ligning: *antallet af værdipapirer * (salgskursen – købskursen) – præmiebetalingen og øvrige omkostninger ved transaktionen.*

3.8 Om aftaleretten contra købe-/obligationsretten

Da den samme overtrædelse kan være omfattet af såvel aftale- som købe-/obligationsretten er spørgsmålet, om medkontrahenten frit kan vælge imellem de forskellige beføjelser? I den ældre litteratur ansås købeloven som *lex specialis* i forhold til aftaleloven, hvorfor køberetten antoges at måtte finde anvendelse i tilfælde af regeloverlap.²⁰⁵ I dag er det derimod almindeligt antaget, at medkontrahenten frit kan vælge imellem regelsættene.²⁰⁶ Det betyder, at man i den konkrete sag må afveje fordele og ulemper ved at procedere sagen på ugyldighed henholdsvis misligholdelse. Hvor, der som udgangspunkt vil være en del forskelle imellem procedurerne, vil det normalt ikke være tilfældet ved insiderhandel. Det skyldes, at det fælles omdrejningspunkt er overtrædelsen af den loyale oplysningspligt. Til illustration kan nogle enkelte eksempler fremhæves.

I forhold til kravets fortabelse ved *reklamation* eller *forældelse*, vil det som udgangspunkt være en fordel at påberåbe sig ugyldighed frem for misligholdelse. Om *reklamation* bestemmer købelovens §§ 52 og 81, at køberen skal reklamere straks, uden ugrundet ophold eller inden

205. Se hertil blandt andre Stig Jørgensen: Kontraktsret, Bind 1, 1971, s. 120 f, Henry Ussing: Køb, 1967, s. 147 f og samme: Bristende Forudsætninger, 1918, s. 85 ff, Julius Lassen/Henry Ussing: Haandbog i Obligationsretten, Speciel del, 1923, s. 250, note 169, Anna Christensen: Studier i köprätt, 1970, s. 4 f, Jan Hellner: Köprätt, 1967, s. 130 f og Knut Rohde: Obligationsrätt, 1956, § 29.

206. Se Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i obligationsret, Bind I, 2000, s. 184 ff, Lennart Lyngge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og mellemmand, 2001, s. 112 ff, Lennart Lyngge Andersen/Jørgen Nørgaard: Aftaleloven med kommentarer, 1999, s. 141 f, Bernhard Gomard: Obligationsret, 1. Del, 1998, s. 132, samme: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 142 ff, Erik Werlauff: Anpartsaftalers bindende virkning, 1994, s. 42 ff, Palle Bo Madsen: Aftalefunktioner, 1983, s. 106 f og Jørgen Nørgaard: Ugyldighed eller ophævelse, UfR 1978B, s. 276 ff. Valgret antages også efter såvel norsk som svensk ret. For norsk ret se Kai Krüger: Norsk Kjøpsrett, 1998, s. 194, 236 og 401, Rune Sæbø: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 295 ff, og Jo Hov: Avtalerett, 1993, s. 150. For svensk ret se Bert Lehrberg: Förutsättningsläran, 1989, s. 168 og Jan Hellner & Jan Ramberg: Köprätt, 1989, s. 69 f.

rimelig tid, alt efter om det er et handels-, civil- eller forbruger køb. Ligeledes indeholder lovens §§ 54 og 83 en forældelsesfrist på 2 år (den absolutte reklamationsfrist). I modsætning hertil reguleres ugyldighedskravets fortabelse af den ulovregulerede passivitetsgrundsætning²⁰⁷ og af den 5-årige forældelsesfrist i 1908-loven. De mere rigoristiske betingelser for reklamation og købelovens kortere forældelsesfrist taler for at vælge ugyldighedsproceduren frem for misligholdelse.²⁰⁸ I insidersituationen, må man dog være opmærksom på, at købelovens undtagelsesbestemmelser til både den relative og den absolutte reklamationsfrist normalt vil være anvendelige,²⁰⁹ og at det i så fald ikke vil gøre nogen forskel om anbringendet indtales som et ugyldigheds- eller misligholdelseskrav.

Som hovedregel vil der tillige være forskel på *tidspunktet for retsvirkningernes indtræden*. Hvor ugyldighedens retsvirkninger indtræder *ex tunc*, fra aftaleindgåelsestidspunktet, får ophævelsen normalt først virkning *ex nunc*, det vil sige på ophævelsestidspunktet.²¹⁰ Såfremt ophævelsesgrundlaget er sælgerens tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt (ved aftaleindgåelsen), forekommer det dog rigtigst at formulere retsvirkningstidspunktet som *ex tunc*. Da køberen efter såvel ugyldigheds- som ophævelsespåstanden vil få købesummen tilbage mod at tilbagelevere værdipapirerne, vil spørgsmålet dog ikke spille nogen større praktisk rolle.

207. Om *retsfortabende passivitet* se blandt andre *Jens Ravnkilde*: Passivitet, 2002, *Bo von Eyben m.fl.*: Lærebog i obligationsret Bind II, 2000, s. 163 ff, *Jens Valdemar Krenchel*: Om retsfortabende passivitet, UFR 2000B, s. 180, *Bernhard Gomard*: Obligationsret 3. del, 1993, s. 221 ff, *Carl Jacob Arnholt*: Tre udsnitt av den almindelige privatrett, 1975, *samme*: Passivitetsvirkninger, 1932.

208. Jævnfør *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. Del, 1998, s. 132. Se dog mere tvivlende *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret, Bind I, 2000, s. 66 i småtrykket: "Et...i retspraksis endnu ikke afgjort...spørgsmål er, om aftalelovens regler om ugyldighed ved fremkaldt eller kendelig vildfarelse fortrænges af mangelsreglerne i KBL, således at man ikke kan kræve erstatning for den negative interesse iht. AFTL, hvis det er for sent at påberåbe sig samme retsfaktum (manglen) efter KBL, jf. § 54". *Jacob Nørager Nielsen/Søren Theilgaard* antager, at der ikke består en valgret, jævnfør *Jacob Nørager Nielsen/Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 951: "Som anført...kan det dog ikke antages...at krav på negativ kontraktinteresse skulle kunne fremsættes efter udløbet af fristen i kbl. § 54".

209. Se købelovens §§ 53, 54, 82 og 83 om svingagtig adfærd og grov uagtsomhed. Undtagelserne behandles nedenfor i afsnit 5.6.3.

210. Mere præcist ved ophævelsens (påbuddets) fremkomst, jævnfør aftalelovens § 7. Om tidspunktet for retsvirkningernes indtræden se *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret, Bind I, 2000, s. 212 f, *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 380 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. Del, 1998, s. 23 f.

Afslutningsvis skal fremhæves et eksempel, hvor valgretten gør en forskel. Insiderens medkontrahent vil efter omstændighederne have en bevismæssig fordel ved at påberåbe sig misligholdelse frem for ugyldighed. Det skyldes, at såfremt han eksempelvis påberåber sig svig, må han, i overensstemmelse med den almindelige bevisbyrderregel påvise, at insideren har handlet svigagtigt.²¹¹ Vælger han derimod at nedlægge en mangelspåstand, følger det af den almindelige bevisbyrderregel i kontrakt, at det er insideren, der skal bevise, at han ikke har handlet culpøst.²¹² Her er det altså tilstrækkeligt, hvis medkontrahenten kan sandsynliggøre, at insideren har været i besiddelse af den interne viden, hvorefter det pålægges insideren at føre exculpationsbevis.

211. Jævnfør *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 397, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemænd, 2001, s. 153, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontrakstret, 1996, s. 157 og *W. E. von Eyben*: Bevis, 1986, s. 50 f.

212. Jævnfør *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. Del, 2003, s. 132 og 155 f og *Henry Ussing*: Obligationsretten – Almindelig del, 1967, s. 112.

Kapitel 4

Fortielser i aftaleretten

4.1 Indledning om ugyldighedslæren

Aftaleloven af 1917²¹³ fastsætter i sin indledende paragraf det kontraktretlige udgangspunkt om, at “tilbud og svar på tilbud er bindende” og kodificerer derved en retsopfattelse, der rækker meget langt tilbage i tiden. Allerede Kong Christian den femtes Danske Lov af 15. april 1683 bestemte i 5-1-1- og 5-1-2, at “Éen hver er pligtig at efterkomme hvis hand med Mund, Haand og Segl, lovet og indgaaet haver” og “Alle Contracter, som frivilligen giøres af dennem, der ere Myndige...som ikke er imod Loven eller Ærbarhed, skulle holdis i alle deris Ord og Puncter, saa som de indgange ere”. I disse tidlige kodifikationer illustreres ligeledes udgangspunktets nødvendige pendant i form af ugyldighedslæren. Således introduceredes allerede i Danske Lov 5-1-2 tre ugyldighedsgrunde, der stadig udtrykker gældende ret: tvang, umyndighed og ulovligt indhold.²¹⁴

En grundlæggende sontring i ugyldighedslæren er opdelingen imellem stærke og svage ugyldighedsgrunde. Er en ugyldighedsgrund stærk, kan den altid gøres gældende af den forurettede, og dette uanset om medkontrahenten burde have kendskab hertil eller ej (er i god tro). Modsat kan en svag ugyldighedsgrund kun gøres gældende over for en ondtroende medkontrahent. Sontringen bygger på en risikoafvejning mellem aftaleparterne. Ved de stærke ugyldighedsgrunde lægges risikoen på løftemodtager og ved de svage på løftegiver. Baggrunden herfor er, at løftegiver ikke kan gardere sig imod en stærk ugyldighedsgrund, hvorimod dette (i større eller mindre omfang) er muligt ved de svage ugyldighedsgrunde.

En del af ugyldighedslæren fokuserer særligt på viljesmangler. Her ved forstås, at der foreligger en uoverensstemmelse mellem vilje og erklæring. For eksempel, at en løftegiver ikke ville have afgivet sit løfte,

213. Lov nr. 242 af 1917 om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade.

214. Som følge af det daværende rigsfællesskab findes de samme regler i Norske Lov 5-1-1 og 5-1-2. At de har bevaret deres relevans understreges af, at de ikke blev fjernet fra den norske lovgivning i 1985, hvor der foretoges en omfattende sanering af Norske Lov, se nærmere herom *Kai Krüger*: Norsk kjøpsrett, 1998, s. 372.

såfremt han havde kendskab til en bestemmende viden, der fortiedes af løftemodtager. I forhold til afhandlingens emneområde er det netop disse ugyldighedsregler, der har interesse.²¹⁵ Aftaleloven indeholder regler herom i §§ 30, 33 og 36, der suppleres af den ulovregulerede forudsætningslære. Efter aftalelovens § 30 og 33 er det et krav, at løftemodtageren handler forsætligt. Her giver det derfor normalt ikke mening at tale om, at løftemodtageren er i god tro. I svigssituationen (§ 30) vil løftemodtager dog kunne være i god tro, såfremt svigen er udvist af en tredjemand.²¹⁶ Ond tro er derimod et relevant parameter ved ugyldighedsvurderingen efter forudsætningslæren og generalklausulen i aftalelovens § 36.

4.2 Svig – aftalelovens § 30

4.2.1 Baggrund

Med kodificeringen af aftalelovens § 30 i begyndelsen af forrige århundrede fik dansk aftaleret en almen svigsbestemmelse gældende for alle aftaler på formuerettens område. Allerede i Danske Lov 4-6-6 nævnes det dog om skibsforsikring, at “Ellers skal hermed alvorlig være forbuden al Svig og Bedrageri, som paa enten af Siderne kunde optænkis eller giøris...”. Som påpeget af *Nielsen* i sit studium over den ældre danske formueretspraksis skal svigsbestemmelsens ophav endog findes længere tilbage i tiden. Ved sin gennemgang af retternes vote-ringsprotokoller stødt *Nielsen* adskillige gange på begrebet “Circum-vention” i en sammenhæng, hvor “det synes klart forudsat, at en Løfte-giver i Almindelighed maa kunne gøre Indsigelse imod Løftets Gyldig-hed, hvis det dokumenteres, at han ved Løftets Afgivelse er blevet “circumvenet”.²¹⁷ Direkte oversat betyder “circumvention”, at komme uden om eller at omgå. *Nielsen* påpegede imidlertid, med hen-visning til formuleringen i de romerske kilder, at det havde en videre betydning: At bedrage eller på uhæderlig vis at udnytte, jævnfør ek-sempelvis “innocentem pecunia circumvenire” eller “plebem fenore circumvenire”.²¹⁸

215. Da fortielsen sker under den proces, der leder frem til løfteafgivelsen, betegnes den undertiden også som en tilblivelsesmangel.

216. Se om denne situation nedenfor i afsnit 4.2.2.

217. Se *Thøger Nielsen*: Studier over ældre dansk formueretspraksis, 1951, s. 242.

218. Se *Thøger Nielsen*: Studier over ældre dansk formueretspraksis, 1951, s. 242, med note 14.

I 1914 indtog den danske aftalelovskommission den samme opfattelse. Kommissionen udtalte, at en kodificering af svig blot udtrykte “gældende Ret saaledes som denne har udviklet sig gennem Theori og Praksis” idet man “hidtil [havde] savnet almindelig Lovhjemmel”. Kommissionen fandt det ligeledes “ønskeligt at lovfæste den [svig] for samtidigt nærmere at udforme den”.²¹⁹ Svigsbestemmelsen fik følgende ordlyd:

§ 30. En viljeserklæring er ikke bindende for afgiveren, hvis den, til hvem erklæringen er afgivet, har fremkaldt den ved svig eller har indset eller burdet indse, at den var fremkaldt ved svig fra tredjemands side.

Stk. 2. Har den, til hvem erklæringen er afgivet, svigagtigt givet urigtige oplysninger om omstændigheder, som kan antages at være af betydning for erklæringen, eller gjort sig skyldig i svigagtig fortællelse af sådanne omstændigheder, anses erklæringen for at være fremkaldt ved den således udviste svig, medmindre det gøres antageligt, at denne ikke har indvirket på erklæringen.

Kommissionens ønske om at udforme svigsbestemmelsen nærmere er interessant, da det beroede på, at man specifikt ville medtage fortællelser (formuleret som passivitet) under bestemmelsen. Herved forholdte kommissionen sig til en bekymring fra samtidens handelsliv, der betød, at den måtte retfærdiggøre udkastet: “At Fremkaldelse af Retshandler ved Svig kan ske ved Passivitet, og at de saaledes fremkaldte Retshandler ere ugyldige, er anerkendt i Theori og Praksis, og man har ikke kunnet dele den af Provinshandelsforeningernes Fællesudvalg udtalte Frygt for, at en udtrykkelig Udtalelse heraf skulde kunne skabe Tvivl eller Usikkerhed”.²²⁰

At der var tale om en kodificering af gældende ret understreges tillige ved, at § 30 ikke definerer, hvad der skal forstås ved svig. Herved forudsattes det, at man støttede sig på gældende ret. Som illustration opstillede man i stedet følgende eksempel (med en insiderhandel) på svigagtig adfærd: “En mand tilbyder en anden Aktier til Købs til høj Kurs, uden at han, skønt han er klar over, at Medkontrahenten er gan-

219. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (første spalte). I udkastet var svigsbestemmelsen nummeret som § 31.

220. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (anden spalte).

ske uvidende herom, oplyser, at han lige har faaet at vide, at det paa-gældende Aktieselskab er gaaet fallit”.²²¹

På baggrund af ordlyden og eksemplet i forarbejderne angav *Ussing* cirka et årti efter aftalelovens indførelse en svigsdefinition, som i dag har vundet almindelig tilslutning. Svig defineres herefter som “Et retsstridigt Forhold, som bestaar i, at en Person mod bedre Vidende frem-sætter urigtige Udtalelser, eller fortier Sandheden med Forsæt til der-med at fremkalde en Viljeserklæring”.²²² Formuleringen rummer fire kumulative rekvisitter, der må være opfyldte, førend en person kan siges at have handlet svigagtigt: (i) retsstridighedsrekvisitten, (ii) forsætsrekvisitten, (iii) formålsrekvisitten og (iv) kausalitetsrekvisitten. Ved insiderhandel vedrører retsstridighedsforbeholdet betydningen af den fortiede interne viden. Dette spørgsmål er analyseret ovenfor i afsnit 3.6.3. Nedenfor koncentrerer behandlingen om forsæts-, formåls- og kausalitetsrekvisitten.

4.2.2 De enkelte rekvisitter

Forsætsrekvisitten udtrykkes ved kravet om, at løftemodtageren handler *mod bedre vidende* (forsætligt). Heri indeholdes et krav om, at løftemodtager skal være klar over, at fortielsen er bestemmende derved, at en løftegiver ville have vurderet aftalepræstationen anderledes.²²³ Formuleringen synes at bygge på en virkelighedsforudsætning, hvor løftegiver og løftemodtager er hinanden bekendte. Et decideret krav herom kan dog næppe indlægges. Det må antages at være tilstrækkeligt, at løftemodtager er klar over, at fortielsen er bestemmende for løftemodtagere i almindelighed (eksempelvis hvis han ved, at en oplysning endnu ikke er offentliggjort). Kravet vil derfor også være opfyldt ved insiderhandel som markedstransaktioner.

221. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (anden spalte). Eksemplet illustrerer på udmærket vis koblingen fra insiderhandel til de kontraktretlige ugyldighedsspørgsmål, idet den beskrevne adfærd tillige vil være omfattet af forbuddet mod insiderhandel i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1.

222. Jævnfør *Henry Ussing*: Aftaler paa formuerettens område, 1930, s. 84. Af centrale nutidige værker må særligt fremhæves *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 397 ff, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 154, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 157, *Stig Jørgensen*: Kontraktret I, 1971, s. 137.

223. Jævnfør *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 392 og 397, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 154 og *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 157.

Med formålsrekvisitten fastlægges kravet om, at løftemodtagerens fortielse skal have til formål at fremkalde løftegiverens viljeserklæring.²²⁴ Ved insiderhandel som direkte transaktion volder dette krav ikke vanskeligheder, idet insideren har en anledning til at give medkontrahtenten den interne viden (på trods af at videregivelsen er forbudt efter verdipapirhandelslovens § 36, stk. 1). Insideren har udelukkende en handelsfordel, såfremt han fortier sin viden og derved bliver fortielsens rette formål at fremkalde viljeserklæringen. Ved markedstransaktioner forekommer rekvisitten derimod knap så egnet, idet løftegiver og løftemodtager er uden gensidig kontakt eller påvirkning. I så fald forekommer det noget anstrengt at formulere fortielsen som havende til formål at fremkalde viljeserklæringen. For hvordan skal man kunne videregive en intern viden til en person, hvis identitet man ikke kender? Efter gældende ret må det dog antages, at kontraktsparters loyalitetspligt er uafhængig af, om man kender hinandens identitet.²²⁵ Der bliver derved tale om “en teoretisk oplysningspligt”, jævnfør også Fuldmægtig-dommen (NRT 1921.267 NoH),²²⁶ hvor den norske Højesteret statuerede ugyldighed på trods af, at parterne var hinanden ubekendte (markedstransaktion). Højesteret tog udtrykkeligt stilling til spørgsmålet, eftersom underretten havde afvist oplysningspligt med henvisning hertil. Højesteret udtalte følgende: “At dette køb har fundet sted i det aapne marked, kan jeg ikke tillægge den betydning, som underdommeren har gjort” (se dommen s. 271). Om man anvender “teoretisk oplysningspligt” eller en anden retskonstruktion til at nå resultatet er mindre væsentligt. *Ussing* antager i et lignende vildfarelsestilfælde, “at Tilbyderen ikke tilsidesætter nogen Oplysningspligt, naar han ved, at han overhovedet ikke kan komme i forbindelse med Akceptanten”. Ikke desto mindre konkluderede han, at også denne situation bør medføre ugyldighed.²²⁷

224. Jævnfør *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemmænd*, 2001, s. 154. Samme opfattelse af svigsbegrebet følger af norsk ret, jævnfør blandt andre *Fredrik Stang: Innledning til formueretten*, 1935, s. 556, *Jørgen Øvergaard: Om ugyldighet av viljeserklæringer på grunn av viljemangler, utnyttning og utilbørlige vilkår*, 1948, s. 43 f, *Rune Sæbø: Innsiderhandel med verdipapir*, 1995, s. 346 og *Ot. Prp. 1988/89:49, s. 63 f* om den tilsvarende bestemmelse i den norske forsikringsaftalelovs § 4-2. Kravet antages derimod ikke at følge af svensk ret, jævnfør *Kurt Grönfors: Avtalslagen*, 1989, s. 146 og *Bert Lehrberg: Förutsättningsläran*, s. 146.

225. Se af samme opfattelse i norsk og svensk ret *Rune Sæbø: Innsiderhandel med verdipapir*, 1995, s. 42 med note 110 og *Christina Hultmark: Kontraktsbrott vid köp av aktie*, 1992, s. 266. Nedenfor i afsnit 6.5 underlægges gældende ret dog kritik.

226. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.6.

227. Se *Henry Ussing: Aftaler paa formuerettens område*, 1950, s. 174 i småtrykket.

Kausalitetsrekvisitten indeholdes i kravet om, at viljeserklæringen skal være *fremkaldt* af fortielsen. Det betyder, at fortielsen konkret skal have virket bestemmende på løftegiver.²²⁸ Er det løftegiver selv, der har taget initiativet til handelen, vil aftalelovens § 30 som følge heraf ikke finde anvendelse, hvilket gør svigsbestemmelsen uanvendelig ved markedstransaktionerne.²²⁹ For de direkte transaktioners vedkommende vil koblingen til aftalelovens § 30 derimod være nærliggende, jævnfør også det ovenfor nævnte aktieeksempel fra forarbejderne.

Bevisbyrden for, at en løftemodtager har handlet svigagtigt, påhviler i overensstemmelse med den almindelige bevisbyrde-regel løftegiver.²³⁰ Da det generelt må antages at være vanskeligt for løftegiver at løfte kausalitetsbeviset, indeholder aftalelovens § 30, stk. 2 dog en formodningsregel herom. Bestemmelsen medfører, at bevisbyrden vendes om, såfremt løftegiver påviser, at insiderens fortielse af den interne viden var forsætlig, og at fortielsen havde til formål at fremkalde handelen. Herefter er det op til insideren at bevise, at fortielsen ikke har fremkaldt løftegivers erklæring.

På trods af, at svigsbestemmelsens gerningsindhold i hovedsagen svarer til retsfaktum i straffelovens § 279 (bedrageri) og derfor ofte siges at være den civilretlige pendant hertil, kan det ikke til fuldbyrdelsen heraf kræves, at løftemodtageren handler i berigelseshensigt.²³¹ Herved er bestemmelsen identisk med forbuddet mod insiderhandel i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1.²³²

Aftalelovens § 30 regulerer to forskellige svigscenarier: (i) besviger og løftemodtager er den samme person, og (ii) besviger og løftemodtager er forskellige:

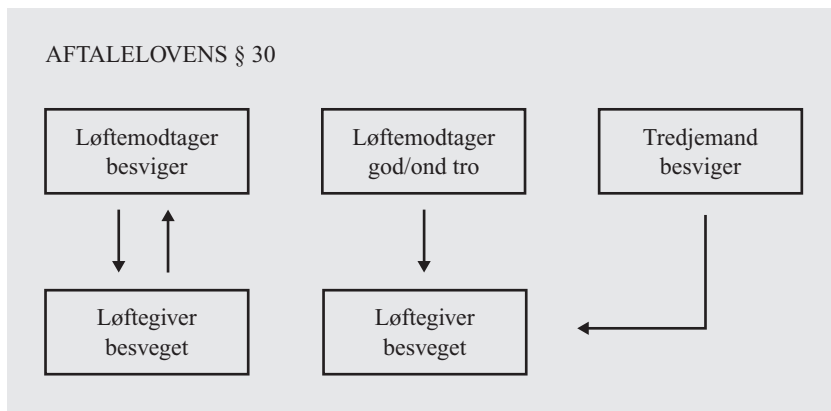
228. Jævnfør Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 69 (anden spalte). Kravet følger også af norsk ret, jævnfør *Jo Hov: Avtalerett*, 1993, s. 246 og i tysk ret af BGB § 123, der kræver *animus decipiendi*.

229. Jævnfør for norsk ret *Rune Sæbø: Insidehandel med verdipapir*, 1995, s. 346 f.

230. Jævnfør *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 397, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemænd*, 2001, s. 153, *Bernhard Gomard: Almindelig Kontraktret*, 1996, s. 157 og *W. E. von Eyben: Bevis*, 1986, s. 50 f.

231. Jævnfør *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 397, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemænd*, 2001, s. 154, *Bernhard Gomard: Almindelig Kontraktret*, 1996, s. 157 og *Henry Ussing: Aftaler paa Formuerettens Område*, 1950, s. 140.

232. Jævnfør *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen: Børsretten*, 2003, s. 412.



Er besvigeren og løftemodtager forskellige, vil spørgsmålet om ugyldighed, foruden de ovenfor nævnte rekvisitter, afhænge af, om løftemodtageren var i god tro herom, jævnfør aftalelovens § 30, stk. 1, 2. led. Tidspunktet for god tro-vurderingen fastsættes i aftalelovens § 39, 1. pkt. til det tidspunkt, hvor løftemodtager får kendskab om løftet. Da § 39 er placeret i lovens kapitel 5 (Almindelige bestemmelser), er dette tidspunkt afgørende for samtlige de svage ugyldighedsgrunde. Får løftemodtager kendskab til svigen efter løftets modtagelse, men forinden han afgiver sin accept, må det bestemmende tidspunkt dog kunne rykkes til tidspunktet for hans afgivelse af accept, jævnfør aftalelovens § 39, 2. pkt. Om end dette tredjemandsscenario ikke kan udelukkes ved insiderhandel, vil det næppe være det normale. Konstellationen kan desuden kun opstå ved direkte transaktioner, hvor en tredjemand i praksis vil have en mulighed for at påvirke løftegiveren.

Den væsentligste begrænsning af svigsbestemmelsen er ikke af materiel karakter. Sammenhængen med bedrageri betyder, at overtrædelse af svigsbestemmelsen er en alvorlig sag. Det er formentligt af denne grund, at domstolene (med rette) synes at være tilbageholdende med at citere aftalelovens § 30. I situationer, hvor bestemmelsen synes oplagt, citeres i stedet ofte aftalelovens §§ 33 og 36 eller læren om urigtige forudsætninger.²³³ Er besvigeren imidlertid blevet dømt for insiderhandel (der i almindelighed medfører ubetinget fængselsstraf) forud for

233. Jævnfør *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 397 f og *Lennart Lyngé Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemænd, 2001, s. 159 f. For norsk ret udtalte *Stang*, at svigsbetegnelsen burde reserveres til de situationer, hvor en "massiv fordømmelse...er på sin plass", jævnfør *Fredrik Stang*: Indledning til formueretten, 1935, s. 555 f.

den civile retssag, taler dette for, at domstolene tager svigsbestemmelsen i brug.²³⁴

4.3 Almindelig hæderlighed – aftalelovens § 33

4.3.1 Baggrund

Aftalelovens § 33 indeholder den såkaldte “lille generalklausul”.²³⁵ En generalklausul (retlig standard) kan kort defineres som en retskilde, der inden for visse rammer overlader afgørelsen til retsanvenderens skøn. Konstruktionen er almindeligvis at henvise til et moralbegreb, som forudsættes bekendt, eksempelvis god markedsføringsskik, god regnskabsskik, god advokatskik, god værdipapirhandelsskik og så videre.²³⁶ Klausulen knytter ugyldighed til standarden “almindelig hæderlighed”. På tidspunktet for aftalelovens vedtagelse herskede der en vis debat om hensigtsmæssigheden af at indføre en sådan generalklausul. Hovedindvendingen var, at henvisningen til almindelig hæderlighed var alt for vag og dermed ville åbne vejen for et vilkårligt dommerskøn. Som ved svigsbestemmelsen antog kommissionen dog, at der blot var tale om en kodifikation af gældende ret: “Forholdet er ikke det, at der ved § 33 hjemles en for dansk Ret ny Ugyldighedsgrund: en Retshandel, som falder ind under denne Paragraf, vilde ogsaa uden saadan Lovfæstelse af Domstolene blive erklæret for ugyldig i Henhold til den gældende Rets Grundsætninger”.²³⁷

Det fremgår af forarbejderne, at standarden primært var motiveret ud fra et ønske om at undgå modsætningsslutninger fra reglerne om svig, tvang og udnyttelse og i den sammenhæng fremhævedes særligt forholdet til svigsbestemmelsen.²³⁸ Som nævnt ovenfor kan svigsbestemmel-

234. Jævnfør også *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 401, *Lennart Lyngé Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 158 og *Bernhard Gomard*: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 159.

235. I modsætning til den “store generalklausul” i lovens § 36.

236. Om den retlige standard se blandt andre *Sten Bønsing*: Brancheregler og brancheprocess, 2001, *Morten Wegener*: Juridisk Metode 2000, s. 38 og 128 ff, *Stig Strömholm*, Rätt, rättskällor och rättstillämpning, 1997, s. 245 ff, *Palle Bo Madsen*: Vildfarelser, forudsætninger og billighed, 1981, s. 178 ff, *Niels Kristian Sundby*: Om Normer, 1978, s. 237 ff, *Ragnar Knoph*: Rettslige Standarder, 1934 og *Justus Wilhelm Hedemann*: Die Flucht in die Generalklauseln, 1933. For et nyere specialstudium se *David Moalem*: Fra generalklausul til detaljregulering – værdipapirhandlernes god skik-regulering, Juridiske Emner, 2003, s. 177.

237. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 74 f.

238. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 73 f.

sen ikke anvendes, når det er løftegiveren selv, der har taget initiativet til aftalen, idet der i så fald ikke er kausalitet mellem løftegiverens viljeserklæring og løftemodtagerens fortielse. Ikke desto mindre fandt kommissionen, at også denne situation burde rammes af ugyldighed. Med henvisning til eksemplet med insiderhandel udtaltes herefter: “Det samme kan imidlertid gælde under tilsvarende Omstændigheder, naar ikke Sælgeren, men Køberen har taget Initiativet til Retshandelen, saa at denne ikke kan siges at være fremkaldt ved Sælgerens Svig: det vilde stride imod almindelig Hæderlighed, om Sælgeren med den Viden, han har, vilde modtage et Tilbud om Køb af Aktien for dens fulde beløb uden at oplyse Køberen om Forholdet”.²³⁹ Ved fortielsen af en bestemmende intern viden findes det derved uden betydning, hvem af parterne der har taget initiativet til aftalen, og klausulen fik følgende ordlyd:

§ 33. Selv om en viljeserklæring ellers måtte anses for gyldig, kan den, til hvem erklæringen er afgivet, dog ikke påberåbe sig den, når det på grund af omstændigheder, som forelå, da erklæringen kom til hans kundskab, og hvorom han må antages at have været vidende, ville stride imod almindelig hæderlighed, om han gjorde den gældende.

Heraf følger, at bestemmelsen indeholder tre rekvisitter i form af (i) hæderlighed, (ii) forsæt og (iii) den tidsmæssige betingelse. Disse behandles nedenfor.

4.3.2 De enkelte rekvisitter

Hæderlighedsrekvisitten udgør kardinalpunktet for ugyldighedsvurderingen efter aftalelovens § 33. Afgørende er ifølge forarbejderne “om Viljeserklæringen strider imod, hvad der efter den til enhver Tid i Samfundet herskende almindelige Opfattelse er hæderligt. At den paagældendes personlige Opfattelse af det uhæderlige er snævrere eller videre end den almindelige, kommer ikke i Betragtning: heller ikke, at Uhæderlighedsbegrebet i den særlige Kreds, som den paagældende tilhører, er snævrere end det almindelige”.²⁴⁰ Lovens hæderlighedskrav er med andre ord af objektiv karakter.²⁴¹ Ved fortielser må hæderlighedsvurde-

239. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 74 (første spalte).

240. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 74 (anden spalte).

241. Jævnfør også Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 179 og Henry Ussing: Aftaler paa Formuerettens Område, 1950, s. 140.

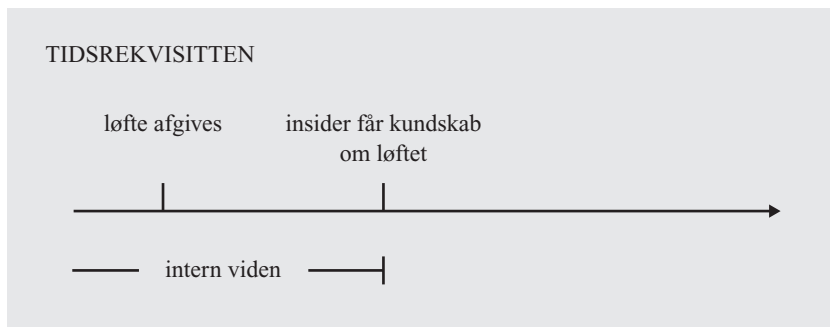
ringen antages både at omfatte formålsrekvisitten og vurderingen af den fortiede videns betydning. Formålsrekvisitten er identisk med det ovenfor under § 30 anførte, og videnbegrebet er behandlet selvstændigt ovenfor i afsnit 3.6.2 til 3.6.4. Der henvises i det hele hertil.

Forsætsrekvisitten er i materiel henseende identisk med det ovenfor under § 30 anførte. Det vil sige, at løftemodtager skal være klar over, at fortielsen er bestemmende, således at en løftegiver ville have vurderet aftalepræstationen anderledes. Med formuleringen “må antages at have været vidende” lempes *bevisbyrden* derimod således, at det er tilstrækkeligt til rekvisittens opfyldelse, at forsæt bevismæssigt tør lægges til grund.

Tidsrekvisitten udtrykkes ved kravet om, at hæderlighedsvurderingen skal foretages på det tidspunkt, hvor løftegivers viljeserklæring kommer til *løftemodtagers kundskab*, og er for så vidt i overensstemmelse med aftalelovens generelle regel i § 39, 1. pkt. om god tro-vurderingen:

§ 39, 1. pkt. Når en viljeserklærings forbindende kraft ifølge denne lov er afhængig af, at den, til hvem erklæringen er afgivet, ikke havde eller burde have kundskab om et vist forhold eller i øvrigt var i god tro, bliver hensyn at tage til, hvad han indså eller burde indse på det tidspunkt, da viljeserklæringen blev ham bekendt.

Det betyder, at insideren senest skal være kommet i besiddelse af den interne viden på det tidspunkt, hvor han får kundskab om medkontra-hentens løfte:

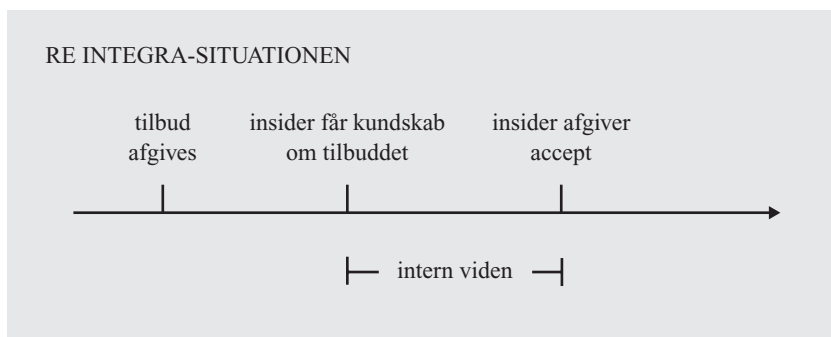


Aftalelovens § 33 vil derved kunne yde medkontrahenten en tilstrækkelig beskyttelse, når denne er acceptant, idet aftalen er endeligt indgået ved insiderens kundskab om løftet.²⁴²

Anderledes forholder det sig, når medkontrahenten er tilbudsgiver. I så fald kan insideren komme i besiddelse af intern viden efter, at han har fået kundskab om medkontrahentens tilbud (løfte), men forinden han har afgivet sin accept. Her må § 33 suppleres med aftalelovens § 39, 2. pkt. (re integra):

§ 39, 2. pkt. Dog kan der under særlige omstændigheder også tages hensyn til den kundskab, han har fået eller burde have fået efter det nævnte tidspunkt, men forinden viljeserklæringen har virket bestemmende på hans handlemåde.

Med hjemmel i aftalelovens § 33, jævnfør 39, 2. pkt. vil tidspunktet kunne forrykkes til accepttidspunktet:



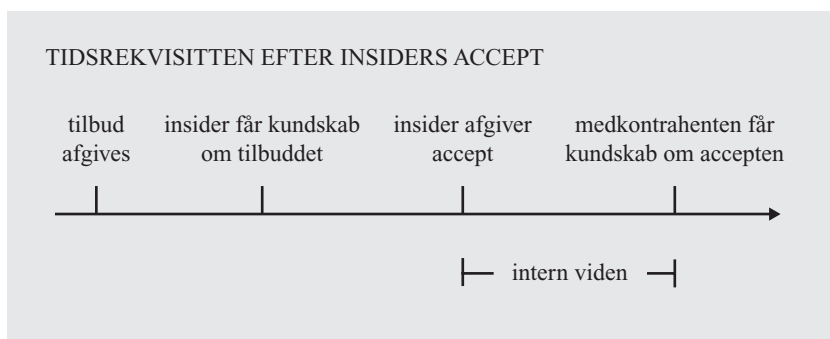
Aftalelovens § 39, 2. pkt. indeholder to rekvisitter: (i) der skal foreligge særlige omstændigheder, der taler for at forrykke det bestemmende tidspunkt, og (ii) medkontrahentens løfte må ikke have virket bestemmende på insideren.

Såfremt insideren træffer sin handelsbeslutning efter at være kommet i besiddelse af intern viden, vil dette normalt være i strid med almindelig hæderlighed og dermed opfylde kravet om “særlige omstændigheder”. Anderledes hvis insideren har truffet sin beslutning, førend

242. En accept indeholder såvel en påbuds- som en løftedel. Hvor påbuddet får virkning når det er kommet frem, får løftet virkning, når det er kommet til kundskab, jævnfør aftalelovens § 7.

han kommer i besiddelse af intern viden. I så fald har den interne viden ikke haft nogen betydning for hans beslutning om at handle, eksempelvis hvis insideren har lagt en investeringsplan, hvor han køber et bestemt aktieantal over en vis periode, jævnfør Kiksfabrik-dommen²⁴³ eller ved en udsteders tilbagekøbsprogram for egne aktier. En sådan adfærd vil hverken være i strid med forbuddet mod insiderhandel i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 eller udgøre en civilretlig overtrædelse. Det andet krav om, at medkontrahentens løfte ikke må have virket bestemmende på insideren, vil normalt være opfyldt, eftersom insideren afgiver sin accept *efter* at have modtaget medkontrahentens løfte.²⁴⁴

Ved anvendelse af aftalelovens § 39, 2. pkt. er det seneste tidspunkt for hæderlighedsvurderingen det tidspunkt, hvor insideren afgiver sin accept. Man kan imidlertid forestille sig en situation, hvor insideren først kommer i besiddelse af intern viden efter afgivelsen af sin accept, men før medkontrahenten får kendskab om løftet:



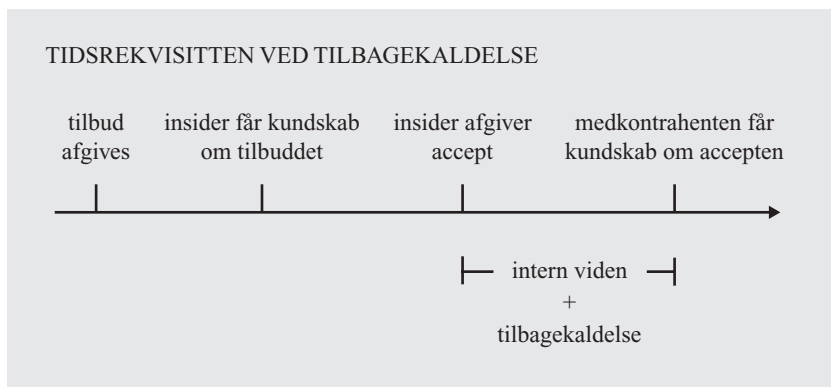
Eftersom den interne viden ikke har haft betydning for insiderens beslutning om at handle, vil der dog hverken være tale om insiderhandel eller om uhæderlig adfærd.²⁴⁵ Mere interessant vil situationen være, så-

243. Se Dommer og kjendelser ved Kristiania Byret, 1916-1921, nr. 645, s. 354.

244. Om situationen se også *David Moalem*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel, NTfS 1999:4, s. 121 f og *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 348.

245. Se dog modsat for norsk ret *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 333, der antager, at insideren har en oplysningspligt, såfremt han har "fremsatt et tilbud om kjøp av aksjer i et selskap like før han skal delta på styremøte i selskapet, hvor det var påregnelig at han ville få kjennskap til innsideinformasjon. I slike tilfeller bør han selv bære risikoen for sin manglende adgang til å gi opplysninger til løftegiver".

fremt insideren får en intern viden, der betyder, at handelen ikke længere er fordelagtig for ham, og herefter tilbagekalder sin accept:



Spørgsmålet er om en sådan tilbagekaldelse på baggrund af intern viden bør tilsidesættes? Selv om situationen umiddelbart kan synes analog med re integra-situationen som gennemgået ovenfor, er dette ikke tilfældet, idet tilbagekaldelsesadgangen må vurderes efter aftalelovens § 7:

§ 7. Tilbud eller svar, som tilbagekaldes, er bortfaldet, såfremt tilbagekaldelsen kommer frem til den anden part, forinden eller samtidig med, at tilbuddet eller svaret kommer til hans kundskab.

Denne tilbagekaldelsesadgang er af objektiv karakter, jævnfør også forarbejderne til aftaleloven, der begrundet reglen med, at løftet “under de anførte Omstændigheder ikke hos Løftemodtageren vække nogen berettiget Forventning om en Retserhvervelse”.²⁴⁶ Der indeholdes der ved ikke, som ved ugyldighedsreglerne, nogen vurdering af parternes subjektive forhold eller af omstændighederne i øvrigt ved aftaleindgåelsen. Dette er da også logisk al den stund, at ugyldighedsreglerne sigter til at ændre status quo ved at *frigøre* personer fra aftaler, der er indgået ved svig, udnyttelse og lignende. Derimod betyder tilbagekaldelsesadgangen, at der overhovedet ikke indgås en aftale, hvorfor

246. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 28 (anden spalte). I udkastet var tilbagekaldelsesadgangen nummereret som § 8.

løftgiverens situation er *status quo* på trods af, at insideren undgår den ufordelagtige handel.

4.4 Uredelig handlemåde – aftalelovens § 36

4.4.1 Baggrund

Indførelsen af generalklausulen i aftalelovens § 36 er en illustration af den objektivisering af obligationsretten, der omtales flere steder i afhandlingen.²⁴⁷ Der er tale om en retsudvikling, som i stadig højere grad lægger vægt på objektive vurderinger og nedtoner betydningen af parternes subjektive vilje og forhold. *Gomard* har beskrevet den moderne rets udgangspunkt således: “Fundamentet for den retlige aftalefrihed er ikke det klassiske viljesdogme, men almindeligt anerkendte retskilder, loven, retspraksis og hensigtsmæssighedsbetragtninger ud fra forholdets natur”.²⁴⁸

Indførelsen af generalklausulen skete sideløbende i de nordiske lande. Initiativet blev oprindeligt taget af det svenske justitsministerium, der i 1970 anmodede *Hellner* om at overveje en revision af de generelle ugyldighedsregler i den formueretlige lovgivning (generalklausulerne). I 1971 anmodede det danske justitsministerium *Jørgensen* om at følge det svenske arbejde og at bistå *Hellner* med oplysninger om dansk ret. I samme måned nedsatte man i Norge et udvalg med *Nergaard* som formand. På baggrund af den såkaldte “Bagmandsrapport” om skadelig økonomisk virksomhed bad det danske justitsministerium i december 1973 *Jørgensen* om at udarbejde en foreløbig redegørelse og indstilling om dansk ret. Disse afleveredes cirka tre måneder senere i marts 1974.²⁴⁹ Samme år færdiggjorde *Hellner* sit arbejde,²⁵⁰ og i begge redegørelser anbefaledes indførelsen af en ny generalklausul. En sådan indførtes i den danske aftalelovs § 36 den 1. juli 1975.²⁵¹ I 1994²⁵² æn-

247. Se særligt afsnit 5.2 og 6.6.1.

248. Se *Bernhard Gomard*: Introduktion til obligationsretten, 1979, s. 28.

249. Se *Stig Jørgensen*: Foreløbig redegørelse om formuerettens generalklausuler, 8. marts 1974.

250. Se *Jan Hellner*: Generalklausul i förmögenhetsrätten, SOU 1974:83.

251. Se lov nr. 250 af 12. juni 1975 – Forslag til lov om ændring af borgerlig straffelov, aftaleloven m.v. – Bekæmpelse af skadelig økonomisk virksomhed m.v.

252. Se lov nr. 1098 af 21. december 1994. Samtidigt indsattes et nyt forbrugerkapitel i aftalelovens kapitel 5 på baggrund af EU-direktivet om urimelige kontraktvilkår i forbrugerftaler (93/13/EØF). For de fortielser der behandles i afhandlingen, ændrer de særlige forbrugerbestemmelser ikke retsstillingen. Disse gennemgås følgelig ikke, om end det ville være korrekt at citere dem i en konkret forbrugersag.

dredes generalklausulen med henblik på at give domstolene hjemmel til at justere en aftaleforpligtelse i opadgående retning, hvorved klausulen fik sin nuværende ordlyd:

§ 36. En aftale kan ændres eller tilsidesættes helt eller delvis, hvis det vil være urimeligt eller i strid med redelig handlemåde at gøre den gældende. Det samme gælder andre retshandler.

Stk. 2. Ved afgørelsen efter stk. 1 tages hensyn til forholdene ved aftalens indgåelse, aftalens indhold og senere indtrufne omstændigheder.

4.4.2 Generalklausulens anvendelsesområde

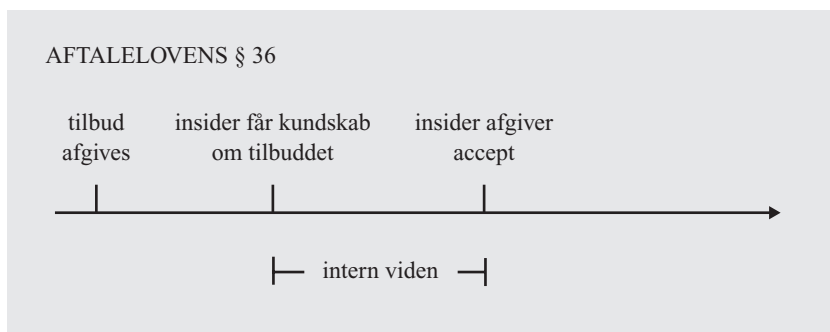
Hovedområdet for aftalelovens § 36 skal findes i hjemmelen til at gribe ind over for et *urimeligt indhold* af en aftale. Det fremgår dog af § 36, stk. 2, at generalklausulen også omfatter “forholdende ved aftalens indgåelse”. Herved omfattes de viljesmangler/tilblivelsesmangler, der skyldes medkontrahentens fortielse af en bestemmende viden, og § 36 dækker herved det samme område som §§ 30, 33 samt forudsætningslæren. I forhold til §§ 30 og 33 er der den væsentlige forskel, at § 36 ikke indeholder en forsætsrekvisit. § 36 indeholder ikke engang et krav om culpa. Tværtimod er § 36-vurderingen som udgangspunkt en objektiv helhedsvurdering af samtlige omstændigheder vedrørende aftaleforholdet. Herom udtaler forarbejderne: “Generalklausulen...indeholder [ikke] noget udtrykkeligt krav om, at løftemodtageren ved indgåelsen af aftalen skal have været bekendt med eller burde have været bekendt med omstændighederne. Det er imidlertid klart, at det kun undtagelsesvist vil være urimeligt eller i strid med redelig handlemåde at gøre en aftale gældende på grund af omstændigheder ved dens indgåelse, som løftemodtageren hverken kendte eller burde kende.”²⁵³

Ved klausulens anvendelse på den for insiderhandelen karakteristiske fortielse må redelighedsstandarden normalt være en objektiveret culpastandard. Det synes at være meget vidtgående at tilsidesætte en aftale helt eller delvist, hvor der slet ikke er noget at bebrejde den pågældende. En sådan antagelse vil tillige være i strid med den almindelige obligationsretlige grundsætning om, at der for at statuere misligholdelse i et undladelsestilfælde skal være tale om en forsømmelse

253. Se *Stig Jørgensen*: Foreløbig redegørelse om formuerettens generalklausuler, 8. marts 1974, s. 24 (anden spalte).

(culpa) fra debtors side.²⁵⁴ Normalt vil det derfor kræve en uagtsom fortielse for at handle i strid med redelig handlemåde. Denne antagelse stemmer overens med, at uagtsomhed tillige er påkrævet efter forudsætningslæren samt sælgerens loyale oplysningspligt efter købe- og obligationsretten.

Ved gennemgangen af den “lille generalklausul” i aftalelovens § 33 ovenfor i afsnit 4.3.2 fremgik, at man med hjemmel i lovens § 39, 2. pkt. kunne forrykke det bestemmende tidspunkt for hæderlighedsvurderingen frem til accepttidspunktet. Dette havde betydning, såfremt insideren kom i besiddelse af intern viden efter at have fået kundskab om medkontrahentens tilbud om at handle, men forinden han afgav sin accept. Et sådant kunstgreb er ikke nødvendigt ved § 36, hvor redelighedsvurderingen omfatter forhold før, under og efter aftaleindgåelsen. I dette tilfælde er det tilstrækkeligt, at § 36 omfatter tidsrummet frem til insiderens accept:



Generalklausulen går imidlertid skridtet videre i tidsmæssig henseende. Om den situation, hvor løftemodtageren hverken har handlet forsætligt eller uagtsomt ved aftaleindgåelsen, udtaler forarbejderne, at det alligevel efter omstændighederne kan anses for urimeligt eller i strid med redelig handlemåde at gøre aftalen gældende såfremt “...løftemodtageren er blevet bekendt med omstændighederne, forinden *aftalen* [min fremhævelse] har virket bestemmende på hans handlemåde. Da generalklausulen på grund af sin almindelige formulering også omfatter de specielle tilblivelsesmangler, der er omhandlet i aftalelovens

254. Jævnfør Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 64 og Bernhard Gomard: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 48.

§§ 28-32, vil dette også kunne få betydning i situationer, hvor løftemodtageren ikke, da han blev bekendt med løftet, vidste eller burde vide, at der forelå, svig...m.v., men hvor betingelserne for at anvende disse regler i øvrigt er opfyldt. Med hjemmel i generalklausulen vil man således nok kunne tilsidesætte aftaler i lidt videre omfang end efter aftalelovens §§ 28-32 sammenholdt med § 39.²⁵⁵ Med denne formulering åbner forarbejderne for, at det bestemmende tidspunkt for redelighedsvurderingen rykkes frem til det tidspunkt, hvor *aftalen* har virket bestemmende. Dette tidspunkt kan ligge noget senere end det tidspunkt, hvor *viljeserklæringen* har virket bestemmende efter aftalelovens § 39, 2. pkt. Når løftemodtageren har afgivet sin accept, har *viljeserklæringen* i hvert fald virket bestemmende på ham. Derimod kan *aftalen* vel først siges at have virket bestemmende, når der tages et faktisk initiativ i forhold hertil, eksempelvis ved aftalens fysiske gennemførelse eller ved løftemodtagerens aftale om videresalg.

Der er meget, der taler for at være særdeles påpasselig med en så vid tidsmæssig anvendelse af generalklausulen. Afgørende for at tilsidesætte en aftale ved fortielser bør uanset regelgrundlaget være, om løftemodtageren er eller burde være i besiddelse af en bestemmende viden på det tidspunkt, han træffer sin beslutning om at handle, jævnfør afsnit 4.3.2 ovenfor.²⁵⁶

I forhold til handelen *mellem erhvervsdrivende* har domstolene været tilbageholdende med at anvende klausulen og på den måde begrænset § 36s anvendelsesområde.²⁵⁷ Tilbageholdenheden skyldes blandt andet følgende passus i forarbejderne: “Motiveringen for at gennemføre en ny generalklausul, der i videre omfang end efter gældende ret giver

255. Se *Stig Jørgensen*: Foreløbig redegørelse om formuerettens generalklausuler, 8. marts 1974, s. 24 (anden spalte).

256. Se dog af modsat opfattelse for norsk ret *Rune Sæbø*: Insidehandel med verdipapir, 1995, s. 334: “Når løftemottager er akseptant, anses avtalen inngått ved hans aksept. Selv om løftemottager får kjennskap til insideinformasjon først etter aksepttidspunktet, vil løftegiver etter omstendighetene kunne påberope seg løftemottagers kjennskap til villfarelse som grunnlag for ugyldighet eller avtalerevisjon, jfr. avtl. § 39, 2. pkt. og avtl. § 36”. *Sæbø* anfører dog efterfølgende, at “Det må imidlertid antas at det skal svært meget til for å statuere ugyldighet eller avtalerevisjon i slike tilfeller”. Der ses ikke at være nogen dansk retspraksis, der understøtter en så vid tidsmæssig udvidelse af § 36s anvendelse på viljesmangler (tilblivelsesmangler), jævnfør også *Lennart Lyng* *Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellem-mænd, 2001, s. 124.

257. Se til eksempel UfR 1991.330 H, UfR 1994.808 H og UfR 1998.566 H, hvor klausulen ikke fandt anvendelse.

mulighed for at tilsidesætte urimelige aftalevilkår, [skal] først og fremmest...findes i...hensynet til i almindelighed at beskytte forbrugere og andre mod, at en anden part i kontraktsforholdet misbruger sin overlegne stilling til at skaffe sig fordele ved at anvende vilkår, der ensidigt tjener hans interesser”.²⁵⁸ Forarbejdernes udtalelse betyder, at § 36s kerneområde er *urimelige aftalevilkår i forbrugerforhold*. Udtalelsen er imidlertid ikke ensbetydende med, at klausulen ikke kan finde anvendelse på *viljesmangler i erhvervsforhold*.²⁵⁹ Af interesse for handelen med værdipapirer er dog, at det i 1994-forarbejderne udtales, at der må “udvises særlig tilbageholdenhed med at ændre aftalevilkår i rene erhvervsforhold, hvor aftalen bl.a. bygger på økonomiske og risikomæssige overvejelser m.v.”.²⁶⁰ Udtalelsen synes særligt at ramme situationen ved handel med værdipapirer, der i højere grad end almindelig løsørehandel er karakteriseret ved at bygge på “økonomiske og risikomæssige overvejelser”. Dette kunne forlede til den antagelse, at § 36s anvendelsesområde i så fald må være begrænset. Her må der imidlertid sondres mellem *investeringsrisikoen* og *risikoen for insiderens fortielse*. Forarbejderne taler om den generelle investeringsrisiko, der er forbundet med enhver handel. For visse dele af værdipapirmarkedet anses investeringsrisikoen for at være høj. Det gør sig blandt andet gældende for handelen med aktier, og risikoen modsvares af en højere forrentning af en aktieinvestering end af eksempelvis en obligationsinvestering. Denne investeringsrisiko påhviler den enkelte investor og er udtryk for, at en uoverensstemmelse mellem aftalevilkårene og værdipapirets underliggende værdi ikke i sig selv giver anledning til obligationsretlige krav. *Krüger* formulerer forholdet således, at “I spørgsmål om lempning og kontraktrevisjon særpreges verdipapiromsetningen av, at det gjelder *spekulasjonspreget* virksomhet. Det sier seg da selv at partene i enda mindre grad enn ellers i vare- og tjenestekontraktsretten kan påberope seg at transaksjoner som man forventet skulle gi gevinst i virkeligheten ble tapsbringende. Det er liten plass for frirettslige løs-

258. Se *Stig Jørgensen*: Foreløbig redegørelse om formuerettens generalklausuler, 1974, s. 19 (FT 1994-95, Tillæg A, spalte 352).

259. Jævnfør også *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 439, *Lennart Lyngé Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 204 ff, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 186 f samt specifikt om insiderhandel *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 107 og *Erik Werlauff/Peer Schaumburg-Müller*: Insider trading i retlig belysning, Ufr 1988B, s. 81.

260. Se FT 1994-95, Tillæg A, spalte 352. Identiske udtalelser genfindes i de norske forarbejder til § 36, se *Ot. Prp. 1982/83:5*, s. 36.

ninger basert på rimelighet, både når det gjelder forretningsmessige transaksjoner og når det gjelder private investorers tap”.²⁶¹

Dette er imidlertid ikke det samme som, at løftegiver skal bære risikoen for at blive besveget eller udsat for culpøs adfærd ved insiderens fortieelse. Denne risiko pålægges, uanset hvilket marked der tales om, den ondetroende løftemodtager,²⁶² jævnfør også Fuldmægtig-dommen (NRt 1921.267 NoH).²⁶³

Med 1994-ændringen af aftaleloven indsattes foruden ændringen i § 36 et særligt kapitel IV om *forbruger aftaler*.²⁶⁴ Herved indførtes en bestemmelse i aftalelovens § 38c, der i forbrugerforhold supplerer § 36. For så vidt angår de viljesmangler/tilblivelsesmangler, der bliver tale om at påberåbe sig ved insiderhandel, er § 38 c dog uden betydning.

4.5 Forudsætningslæren

4.5.1 Baggrund

Forudsætningslæren har igennem tiderne spillet en betydelig rolle for den obligationsretlige begrebsjurisprudens i Norden. Lærens ophavsmand – *Windscheid* – var ikke desto mindre af tysk herkomst.²⁶⁵ *Windscheids* afgørende bedrift var at systematisere og opstille forudsætningslærens kriterier.²⁶⁶ I slutningen af 1800-tallet indførte *Lassen* denne lære til Danmark i sin førsteudgave af “Haandbog i Obligationsretten”.²⁶⁷ *Lassen* definerede forudsætningslæren derved “at Løftet er ugyldigt, naar det for Løftemodtageren er kjendeligt, at Løftegiveren kun vil af den paagjældende Grund, og at han vilde have taget et i denne Retning gaaende Forbehold, dersom han var bleven foranlediget

261. Se *Kai Krüger*: Norsk Kjøpsrett, 1999, s. 657.

262. Jævnfør for norsk ret *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 305 f. Samme formulering af ugyldighed som en risikoplacering genfindes hos *Kai Krüger*: Norsk kontraktsrett, 1989, s. 268.

263. Dommen analyseres nedenfor i afsnit 4.7.6.

264. Se lov nr. 1098 af 21. december 1994. Loven trådte i kraft den 1. januar 1995.

265. Se *Bernhard Windscheid*: Die Lehre des römischen Rechts von der Voraussetzung, 1850. I Tyskland fik læren ikke den samme gennemslagskraft. Dog udviklede man en lære om “Geschäftsgrundlage” med inspiration fra *Windscheids* forudsætningslære. Se herom blandt andre *Palle Bo Madsen*: Vildfarelser, forudsætninger og billighed, 1981, s. 242 ff og 249 ff.

266. *Windscheid* opererede med to kriterier i form af kravene om at forudsætningen skulle være bestemmende og kendelig.

267. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten, 1892, § 18. To år senere udkom et specialstudium herom ved *Ernst Møller*: Forudsætninger, 1894. *Henry Ussing* udgav ligeledes et grundstudium heraf i bogen Bristende Forudsætninger fra 1918.

til at udtale sig desangående”.²⁶⁸ Som det kan ses var lærens omdrejningspunkt løftegiverens og løftemodtagerens subjektive forestillingsverden, og *Lassen* opstillede tre betingelser for ugyldighed: at forudsætningen var *væsentlig* for løftegiver, at løftegiver anså den for *relevant* derved, at han ville have taget et forbehold herfor, samt at dette var *kendeligt* for løftemodtageren. Som følge af særligt *Ussings* indsats udvikledes “den subjektive lære” til “den objektiverede forudsætningslære”, vi tilslutter os i dag. Herefter er væsentlighedsrekvisitten lempet til et krav om, at den svigtende forudsætning er bestemmende, kendskabsrekvisitten er en culpastandard, og relevansrekvisitten er en objektiv risikovurdering.²⁶⁹

I dag har forudsætningslæren ikke kun indflydelse på spørgsmålet om aftalers gyldighed. Læren omfatter tillige væsentlige områder såsom aftalens fortolkning, udfyldning samt eventuelle købe- og obligationsretlige misligholdelsesvirkninger. I nærværende sammenhæng koncentrerer indsatsen om ugyldighedsvirkningen. Igennem de senere årtier har denne del af forudsætningslæren (i hvert fald i teorien) måttet indtage en stadigt mere beskedne plads. Det synes imidlertid for vidtgående, når *Rosenmeier* udtaler, at “I nutidig teori er forudsætningslæren forladt, i hvert fald som central obligationsretlig konstruktion, men reelt fuldstændigt”.²⁷⁰ En gennemgang af retspraksis trykt i *Ugeskrift for Retsvæsen* efterlader et noget andet indtryk. Hos domstolene synes læren at leve i bedste velgående, og der findes adskillige nyere domme, der anvender forudsætningslæren som grundlag for en vurdering af aftaleforholdets gyldighed.²⁷¹

Forudsætningslæren må dog alligevel antages at være af begrænset betydning for de fortielser, der behandles i afhandlingen. Ved insiderhandel på det anonyme værdipapirmarked synes en forudsætningsprocedure knap så oplagt som en ugyldighedsprocedure byggende på særligt aftalelovens §§ 33 og 36. Da det imidlertid ikke kan udelukkes, at

268. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten, 1892, s. 80.

269. Se særligt *Henry Ussing*: Aftaler, 1950, s. 457 ff.

270. Se *H.P. Rosenmeier*: Mangler ved fast ejendom, 2000, s. 29. Muligvis skyldes *Rosenmeiers* (noget bastante) udmelding, at forudsætningslæren netop ved køb og salg af fast ejendom til tider synes at have “forplumret retstilstanden”, jævnfør også *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmand, 2001, s. 194 i småtrykket og *Jacob Nørager-Nielsens* anmeldelse af førsteudgaven af Aftaler og Mellemmand fra 1987 i UfR 1989B, s. 18.

271. Jævnfør herom *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmand, 2001, s. 186 ff og *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 64: “Det er...et faktum, at læren om svigtende forudsætninger hyppigt anvendes af domstolene”.

domstolene vil følge en ugyldighedspåstand, der alene eller til dels bygger på forudsætningslæren, og da afhandlingens formål er at af-dække gældende ret, må læren følgelig underlægges en obligationsret-lig analyse nedenfor.²⁷²

4.5.2 Sondringen mellem urigtige og bristende forudsætninger

Forudsætningslæren inddeles normalt i urigtige henholdsvis bristende forudsætninger afhængigt af tidspunktet for forudsætningens svigten. En forudsætning er som udgangspunkt *urigtig*, såfremt forholdene er anderledes ved løftets afgivelse, end løftegiveren måtte regne med. De forudsætninger, der svigter mellem løftets afgivelse og det tidspunkt, hvor løftet kommer til løftemodtagers kundskab behandles dog tillige som urigtige. Efter dette tidspunkt anses en forudsætning som *bristet*, såfremt forholdene udvikler sig anderledes, end løftegiver måtte regne med.²⁷³

Betragtes forudsætningslærens tidsmæssige opdeling i forhold til af-talelovens §§ 30, 33 og 36, kan det ses, at de urigtige forudsætninger overlapper alle tre bestemmelser. Det afgørende tidspunkt for svigs- og hæderlighedsvurderingen er tidspunktet for insiderens kundskab om løftet, og § 36s redelighedsvurdering omfatter tillige sådanne fortielser. For tiden efter insiderens kundskab om løftet, men forinden han afgiver sin accept, udvides §§ 30 og 33s tidsmæssige anvendelse via aftalelo-vens § 39, 2. pkt., og § 36 finder også anvendelse herpå. I tidsmæssig forstand er der altså sammenfald imellem regelgrundlagene, hvorfor de i denne henseende udgør alternativer for en ugyldighedsprocedure:

272. Af litteratur om forudsætningslæren se blandt andre *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 63 ff og 415 ff, *Lennart Lyngé Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemænd, 2001, s. 186 ff, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 197 ff, *Palle Bo Madsen*: Aftalefunktioner, 1983, s. 116 ff, *samme*: Vildfarelser, forudsætninger og billighed. Aftalerisikoen i historisk og komparativ belysning, 1981, s. 32 ff, *Stig Jørgensen*: Kontraktret I, 1971, s. 170 ff, *Henry Ussing*: Aftaler, 1950, s. 457 ff, *Anders Vinding Kruse*: Restitutioner, 1950, s. 320 ff, *Knud Illum*: Henry Ussings forfatterskab, UfR 1946B, s. 122 ff, *Oluf H. Krabbe*: Anmeldelse af Henry Ussing – Bristende forudsætninger, UfR 1920B, s. 174 f, *Henry Ussing*: Bristende forudsætninger, 1918, *Julius Lassen*: Haandbog i Obligati-onsretten, 1920, s. 112 ff. Af nordisk litteratur se blandt andre *Axel Adlercreutz*: Avtalsrätt I, 1995, s. 269 ff, *Bert Lehrberg*: Förutsättningsläran, 1989 og *Ulf Holmbäck*: Studier i förut-sättningslärans terminologi, 1970.

273. Jævnfør *Lennart Lyngé Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemænd, 2001, s. 182, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 204 og *Henry Ussing*: Aftaler, 1950, s. 174 og 180.

FORUDSÆTNINGSLÆREN OG AFTALELOVENS §§ 30, 33 OG 36

Løftemodtager (insider) får
kundskab om løftet

urigtige forudsætninger	_____		_____
			bristede forudsætninger
aftalelovens § 30	_____		_____
			aftalelovens § 30, jf. § 39, 2. pkt.
aftalelovens § 33	_____		_____
			aftalelovens § 33, jf. § 39, 2. pkt.
aftalelovens § 36	_____		_____
			aftalelovens § 36

4.5.3 Forudsætningslærens enkelte rekvisitter

Forudsætningslæren indeholder tre rekvisitter: forudsætningen skal være (i) bestemmende for løftegiver, (ii) kendelig for løftemodtager, og den skal være (iii) relevant derved, at risikoen for dens svigten bør pålægges løftemodtageren.

I rekvisitten om, at forudsætningen skal være bestemmende, indeholdes et krav om, at *løftegiver ville have afgivet sit løfte på andre vilkår*, såfremt han havde været klar over, at forholdene var anderledes, end han antog ved løftets afgivelse (urigtig forudsætning), eller såfremt han havde været klar over, at forholdene ville udvikle sig som sket (bristende forudsætning), jævnfør også *Vinding Kruse*, der udtaler, at “Forudsætningen må have været afgørende eller bestemmende for den pågældende kontrahent, dvs. det må kunne antages, at han – dersom forudsætningens urigtighed var blevet bragt på det rene under kontraktsforhandlingerne – enten helt ville have afstået fra at indgå kontrakten eller dog kun have indgået den på ændrede vilkår”.²⁷⁴ I litteraturens behandling af forudsætningslæren er det almindeligt at anvende

274. Jævnfør *Anders Vinding Kruse*: Ejendoms køb, 1990, s. 79 f. Se nærmere om det obligationsretlige vidbegreb ovenfor i afsnit 3.6.2 til 3.6.4. Se også *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 418, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmand, 2001, s. 190 f, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 212 og *Henry Ussing*: Aftaler, 1950, s. 470. I motiverne til den norske aftalelov (s. 76) opstilles følgende eksempel på forudsætninger, der i hvert fald ikke anses for bestemmende: “Har kjøperen av aktier gaat ut fra, at de skulde stige, mens sælgeren aapenbart har gaat ut fra at de skal falde, er selvfølgelig handlen fuldt gyldig uten hensyn til, om aktierne stiger eller falder”.

begrebet *væsentlig* som synonym for bestemmende.²⁷⁵ Det er i så fald vigtigt at være opmærksom på, at det ikke er den samme forståelse af begrebet som den, der forfægtes her. Ved bestemmende forstås i denne afhandling udelukkende forhold af en vis betydning for en medkontrahent, og hertil kræves ikke, at han ville have afstået fra at handle, blot at han ville have handlet *på andre vilkår*.²⁷⁶ Ville medkontrahenten helt have afstået fra at handle, skal forholdet i stedet kvalificeres som *væsentligt*. *Lynges Andersen og Madsen* argumenterer for at anvende bestemmende i stedet for væsentlig med henblik på at undgå en forveksling med særligt de køberetlige mangelsregler: “Undertiden bruges betegnelsen *væsentlig* i stedet for (eller synonymt med) *bestemmende*...men denne betegnelse er ikke heldig, fordi den kan rumme en risiko for, at man i dag kritikløst vil indfortolke forudsætningslærens kriterier i lovregler, som anvender ordet “væsentlig” eller ordet “uvæsentlig”, jfr. eksempelvis reglerne i købelovens §§ 42, stk. 1, og 43, stk. 1, om køberens ret til at hæve i tilfælde af mangler ved den solgte ting. Denne risiko er så meget desto mere til stede, som *Ussing* faktisk dengang anså (bl.a.) hævebeføjelsen som et udslag af forudsætningssynspunktet...”²⁷⁷

Kendelighedsrekvisitten er en culpastandard indeholdende et krav om, at løftemodtageren skal have indset eller burde have indset løftegi-vers forudsætning. Derved er rekvisitten i overensstemmelse med det almindelige ond tros-krav for de svage ugyldighedsgrunde, hvilket giver forudsætningslæren en fordel frem for forsætskravene i aftalelovens §§ 30 og 33. Den mest oplagte anvendelse af læren på insidersituationen knytter sig da også til den “kendelige vildfarelse”, der foreligger, hvor løftemodtageren ikke har fremkaldt vildfarelsen, men hvor den dog er kendelig for ham. Et klart eksempel herpå er aktiehandels-eksemplet i forarbejderne til aftalelovens § 33, der gennemgås ovenfor i afsnit 4.3.1. I den situation *ved* insideren, at aktiekøberen svæver i en vildfarelse om aktiernes reelle værdi. Såfremt insideren ikke *vidste* besked om vildfarelsen, men *burde vide* besked herom, kan § 33 imidlertid ikke finde anvendelse. Derimod vil ugyldighed efter forudsætningslæren i så fald være nærliggende. Dette fremhæves da også i aftalelo-

275. Se blandt andre *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 418 og *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontrakstret, 1996, s. 212.

276. Se nærmere herom ovenfor i afsnit 3.6.2.

277. Jævnfør *Lennart Lynges Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 190 f.

vens forarbejder som en situation, hvor aftalen normalt vil blive kendt ugyldig med forudsætningslæren som hjemmel: “Forholdet [vil] i Almindelighed være det, at Erklæringen ifølge de almindelige Regler om urigtige Forudsætningers Indflydelse er ugyldig, selv om den anden Part ikke havde nogen Kundskab om Vildfarelsen, naar det blot var kendeligt for ham, at Erklæringen var baaret af den paagældende Forudsætning: det vil kun i Undtagelsestilfælde som det ovenfor Side 74 nævnte [aktiehandelseksemplet] være saa, at en urigtig Forudsætnings Indflydelse paa en Retshandel afhænger af, at dens Urigtighed var den anden Part bekendt.”²⁷⁸

Relevansrekvisitten indeholder den objektive vurdering af hvem af parterne, der må anses for nærmest til at bære risikoen for forudsætnings svigten. Ved insiderhandel, hvor insideren culpøst fortier en intern viden, må risikoen i almindelighed pålægges ham, jævnfør også aktiehandelseksemplet ovenfor. Relevansbetingelsen vil derfor normalt være opfyldt. Man kan med *Lynge Andersen & Madsen* formulere relevansrekvisitten ved insiderhandel således, at “Ifølge motiverne er det altså hovedreglen, at en urigtig forudsætning kan påberåbes over for en løftemodtager, når det bevismæssigt tør lægges til grund, at den urigtige forudsætning var væsentlig/bestemmende for løftegiveren, og at løftemodtageren burde kende til eksistensen af selve *forudsætningen* hos løftegiveren (herunder dens bestemmende karakter)”.²⁷⁹

4.6 Retsvirkninger af ugyldighed

4.6.1 Ydelsens tilbagegang og erstatning

Såfremt insiderens medkontrahent får medhold i sin ugyldighedspåstand er retsvirkningen, at *løftet* kendes ugyldigt. Det er vigtigt at være opmærksom på, at det er *løftet* og ikke *aftalen*, der er ugyldig, jævnfør overskriften til aftalelovens kapitel 3 “Om ugyldige viljeserklæringer” og de enkelte ugyldighedsregler, der taler om, at *viljeserklæringen* ikke er bindende. Terminologien har den betydning, at det kun er medkontrahenten, der kan træffe beslutning om, hvorvidt ugyldigheden skal

278. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 75 (første spalte). Se i overensstemmelse hermed *Henry Us-sing*: Aftaler, 1950, s. 171, der udtaler, at “§ 33 udelukker heller ikke, at Adressatens Uagt-somhed medfører Ugyldighed i Kraft af Almindelige Retsgrundsætninger”.

279. Se *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 185, småtrykket.

gøres gældende eller ej. Medkontrahenten kunne efter omstændighederne i stedet foretrække, at påberåbe sig misligholdelse efter de købe-/obligationsretlige mangelsregler med adgang til at fastholde købet samt at kræve erstatning opgjort efter reglerne om den positive opfyldelsesinteresse. Ikke desto mindre ses formuleringen “aftalen er ugyldig” ofte anvendt, hvilket da heller ikke har nogen større betydning, så længe det blot erindres, at det i retlig forstand er viljeserklæringen, der tales om.

Retsvirkningen af ugyldighed har traditionelt været toleddet. For det første har medkontrahenten krav på en tilbagevenden til status quo forinden aftalens indgåelse. Det betyder, at han har et krav på *ydelsernes tilbagegang* (som regel penge for værdipapirer). For det andet har medkontrahenten et krav på *erstatning* for det tab, han har lidt ved at stole på kontrakten med den culpøse insider (den negative kontraktinteresse). Dette gælder for både aftalelovens §§ 30, 33 og 36 og forudsætningslæren. Med hjemmel i aftalelovens § 36 samt forudsætningslæren består tillige en adgang til at korrigere aftalen, hvilket åbner mulighed for en noget mere fleksibel regulering af aftaleforholdet. Denne hjemmel til aftalekorrektion behandles umiddelbart nedenfor.²⁸⁰

4.6.2 Aftalekorrektion

Foruden muligheden for at anlægge krav om ydelsernes tilbagegang og erstatning rummer såvel generalklausulen i aftalelovens § 36 som forudsætningslæren en adgang til at korrigere aftalen. Aftalelovens § 36 indeholder en hjemmel for domstolene til at *ændre* eller *delvis tilside-sætte* aftalen. Det betyder, at aftalen kan korrigeres i såvel opadgående som nedadgående retning. Retsstillingen er mere tvivlsom vedrørende forudsætningslærens korrektionsadgang, der normalt kun antages at hjemle en korrektion i nedadgående retning. Denne opfattelse underbygges af, at den svenske Högsta Domstolen i afgørelsen NJA 1989.614 SvH afviste at korrigere den konkrete aftale i opadgående retning med den begrundelse, at det synes at være “i bättre överensstämmelse med lagstiftarens intentioner att en sådan prövning sker inom ramen för generalklausulen och inte med tillämpning av förut-

280. Om retsvirkningerne af ugyldighed se også *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 378 ff, *Lennart Lyngé Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 125 ff, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 133 ff.

sättningslärar”.²⁸¹ Efter indførelsen af generalklausulen i § 36 har spørgsmålet mere akademisk end praktisk relevans. Ønsker medkontrahenten at korrigere aftalen i opadgående retning, må han, for at være sikker på at opnå det ønskede resultat, procedere på ugyldighed efter aftalelovens § 36.

Den fleksibilitet, der ligger i korrektionsadgangen, er af særlig betydning på værdipapirmarkedet, hvor kurserne normalt svinger over kortere tidsrum, og hvor der derfor vil kunne spekuleres i at opnå en ekstra kursgevinst eller undgå et ekstra kurstab ved tilsidesættelse henholdsvis fastholdelse af aftalen. Fleksibiliteten i retsvirkningerne kan bedst illustreres med et eksempel:

Insideren er i besiddelse af intern viden om, at en udsteder vil fremkomme med et bedre årsregnskab end forventet. Han køber derfor x antal aktier af en investor (medkontrahenten) til markedskursen 80. Efter offentliggørelsen af årsregnskabet stiger markedskursen til 100.

Medkontrahenten kan som ved aftalelovens §§ 30 og 33 nedlægge påstand om, at løftet skal *tilsidesættes helt*. Herved vil han få sine aktier tilbage mod at tilbagebetale købesummen til insideren, og han vil kunne kræve sine transaktionsomkostninger erstattet. Medkontrahenten kan også vælge at fastholde aftalen, men at påstå den *ændret* som følge af insiderens fortielse. I eksemplet at påstå salgsprisen hævet til kurs 100 (svarende til kursen indregnet den interne viden) i stedet for kurs 80.

Medkontrahentens økonomiske situation er status quo, hvad enten han vælger at tilsidesætte løftet helt eller vælger at ændre aftalen. I den første situation får medkontrahenten sine aktier tilbage, som nu er kurs 100 værd, og i den anden situation stilles han som om, at han solgte aktierne til kurs 100.

Anderledes bliver scenariet, hvis man forestiller sig, at kursen efterfølgende (efter at regnskabsoplysningen er indregnet i kursen) ændrer sig yderligere i nedadgående eller opadgående retning.

281. Om problematikken og tvivlende om retsstillingen se *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemmænd*, 2001, s. 196 f og *Bernhard Gomard: Almindelig Kontraktret*, 1996, s. 218. Såvel *Bryde Andersen* som *Ussing* synes dog at antage, at forudsætningslæreren efter omstændighederne hjemler en korrektionsadgang i opadgående retning. Se *Mads Bryde Andersen: Grundlæggende aftaleret*, 2002, s. 424 og *Henry Ussing: Aftaler*, 1950, s. 481 ff.

Såfremt markedskursen siden årsregnskabet er faldet yderligere til kurs 60, vil medkontrahenten have en særlig interesse i at påberåbe sig, at aftalen fastholdes og blot ændres ved en ekstra erlæggelse fra insidderen på kurs 20. Derved vil medkontrahenten ikke få aktierne tilbage, hvorved han undgår at lide det ekstra kurstab på 20. Omvendt hvis markedskursen er steget til kurs 120 siden årsregnskabet. I så fald vil han være interesseret i at påberåbe sig fuldstændig ugyldighed, idet han derved får aktierne tilbage med en ekstra kursstigning på 20.²⁸²

Som det ses, er den efterfølgende kursudvikling bestemmende for medkontrahentens ønske om at påberåbe sig hel eller delvis ugyldighed. Generalklausulen i § 36 og forudsætningslæren er i så henseende “materielle kompetenceregler”, der giver domstolene mulighed for at sikre en tilstrækkelig fleksibilitet i retsanvendelsen. Illustrerende er i den henseende, at domstolenes anvendelse er præget af en ikke-ubetydelig pragmatisme, herunder særligt ved anvendelsesområdet for § 36 og “den lille generalklausul” i § 33, jævnfør UfR 1996.120 SH, hvor begge klausuler citeredes i Sø- og Handelsrettens domsbegrundelse:

UfR 1996.120 SH. Et pengeinstitut havde i en række tilfælde overtrådt en bestemmelse i bank- og sparekasseloven, og i den forbindelse påført en erhvervsdrivende et tab. Retten udtalte følgende: “navnlig under hensyn til forholdene i forbindelse med forligsaftalens indgåelse – at det vil være i strid med almindelig hæderlighed [§33] og redelig handlemåde [§36] at gøre forligsaftalens bestemmelse...gældende”.

Den pragmatisme, der her udvises af Sø- og Handelsretten, synes med rette at nyde en bred opbakning i den danske aftaleretlige litteratur.²⁸³

282. For det tilsvarende eksempel med insiderhandel på baggrund af *negativ* intern viden, se *David Moalem*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel – Insiderhandel i aftale-, købe og erstatningsretlig belysning, NTfS 1999:4, s. 123 f. Se ligeledes *Rune Sæbø*: Insidehandel med verdipapir, 1995, s. 352.

283. Jævnfør *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 412, *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 202 f, *Lennart Lyng Andersen/Jørgen Nørgaard*: Aftaleloven med kommentarer, 1999, s. 199 f, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontraktret, 1996, s. 134.

4.7 Retspraksis om værdipapirhandel

4.7.1 Indledning

Der foreligger ikke trykt dansk retspraksis, hvor en insiderhandel med værdipapirer noteret på fondsbørsen eller optaget til omsætning på en autoriseret markedsplads (eller hermed lignende markedsplads) er blevet tilsidesat som følge af løftets ugyldighed. Anklagemyndigheden tog dog et skridt hertil i to insidersager fra slutningen af 1990'erne. I ISS-²⁸⁴ og C.W. Obel-sagen²⁸⁵ nedlagde anklagemyndigheden, foruden påstand om frihedsstraf, en selvstændig erstatningspåstand på vegne af en gruppe af investorer. I begge sager udskilte domstolene erstatningsspørgsmålet til civilt søgsmål, og de har så vidt vides ikke ført til selvstændige søgsmål fra de berørte investorer. I svensk retspraksis ses kun én sag at være nået til domstolene. Derimod har man i Norge haft flere civile insidersager til pådømmelse. Den sparsomme nordiske retspraksis analyseres nedenfor.²⁸⁶

4.7.2 Diskontobank-dommen

Den første trykte dom om ugyldighed ved insiderhandel er Diskontobank-dommen fra 1904. Dommen vedrørte en direkte transaktion, hvor aktiesælgeren under salgsforhandlingerne fortiede en negativ viden om Den Norske Diskontobanks økonomiske forhold og aktiekurs. Højesteret erklærede retshandlen for ugyldig.

Diskontobank-dommen – NRt 1904.245 NoH. Den 13. juni 1899 indgik sælger en skriftlig aftale med to investorer om salg af 120 aktier af 1. serie i Den Norske Diskontobank imod at vederlægges i en obligation.²⁸⁷ Da den faktiske udveksling af ydelserne (aktier for obligation) skulle ske, ønskede køberne ikke at stå ved handelen. Af sagens oplysning fremgik, at sælgeren og køberne havde afholdt mundtlige forhandlinger i det "indre kontor" hos en advokat. På et tidspunkt, mens forhandlingerne kortvarigt var afbrudt og før indgåelsen af den endelige aftale, blev sælgeren i det "ydre kontor" af sin advokat gjort opmærksom på en artikel i "Morgenbladet" (aftenudgaven) fra samme dag. Af artiklen fremgik, at firmaet Chr. Christophersen havde set sig nødsaget til at søge en ordning med sine kreditorer, og at der derfor var sket et voldsomt kursfald på Diskontobankaktien. Det

284. UfR 1997.1505 H.

285. UfR 1999.513 Ø.

286. Om den metodiske anvendelse af nordisk ret og retspraksis, se ovenfor i afsnit 1.4.

287. I retlig forstand var der således tale om et bytte.

fremgår ikke udtrykkeligt af hverken dommen eller voteringerne, hvilken nærmere sammenhæng, der er imellem Chr. Christophersen og Den Norske Diskontobank, siden Chr. Christophersens økonomiske situation kan medføre et så voldsomt kursfald på bankens aktier. Situationen synes dog at måtte være den, at Chr. Christophersen var en stor og vigtig erhvervskunde, og at banken derved med stor sandsynlighed ville lide et betydeligt tab på sine udestående fordringer hos firmaet. Efter at være blevet gjort opmærksom på Den Norske Diskontobanks økonomiske situation bad sælgeren advokaten om ikke at fortælle køberne herom. Advokaten oplyste herefter kun køberne om, at Chr. Christophersen var i visse vanskeligheder og nævnte intet om kursfaldet på Diskontobank-aktierne. Under disse omstændigheder fandt den norske Højesteret med 4 stemmer mod 3, at kontrakten ikke var "forbindende" for køberne.²⁸⁸

Dommen er fra tiden før aftaleloven. At kontrakten ikke var "forbindende" må dog forstås som ugyldighed i aftalelovens forstand. Skal man anvende aftalelovens systematik herpå, falder det nærmest at kategorisere sælgerens adfærd som svigagtig i henhold til aftalelovens § 30. Aktiehandelseksemplet, der opstilles i de 10 år yngre danske aftalelovsforarbejder, synes da også at passe særdeles godt på sagens faktum:

"En mand tilbyder en anden Aktier til Købs til høj Kurs, uden at han, skønt han er klar over, at Medkontrahenten er ganske uvidende herom, oplyser, at han lige har faaet at vide, at det paagældende Aktieselskab er gaaet fallit".²⁸⁹

Af dommen fremgår, at Chr. Christophersens økonomiske problemer medførte, at aktierne "i Den Norske Diskontobank var omtrent værdiløse".²⁹⁰ Denne væsentlige viden fortiede sælgeren over for køberne, vel vidende, at de ikke var i besiddelse heraf, og at de ville have vurderet aftalepræstationen anderledes, såfremt de havde fået informationen. Herved er svigsbestemmelsens retsstridigheds-, forsæts- og formålsrekvisit opfyldte. Det fremgår ikke af dommen, hvem af parterne, der tog initiativet til handelen. Såfremt det er køberne, vil situationen i stedet være omfattet af aftalelovens § 33, der ikke indeholder § 30s kausalitetsrekvisit.

288. Af litteratur om dommen se *Rune Sæbø*: Insidehandel med verdipapir, 1995, s. 320 med note 84, *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 119 i småtrykket og *Carl Jacob Arnholm*: Privatrekt II – Avtaler, 1964, s. 328 i småtrykket.

289. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 68 (anden spalte).

290. Se NRt 1904, s. 247. Udtalelsen tilhører den førstvoterende højesteretsdommer. De øvrige dommere, der støttede førstvoterende, tilsluttede sig dennes argumentation.

Dommen kan imidlertid ikke tages til indtægt for, at en sådan fortielsesvurdering også dengang ville føre til ugyldighed. Det skyldes, at Højesteret lagde afgørende vægt, på at sælgeren *aktivt*, forhindrede køberne i at komme i besiddelse af den pågældende viden, og at denne adfærd i sig selv var tilstrækkeligt til at erklære kontrakten for uforbindende: “Hvorvidt nu under disse Omstændigheder [sælger] pligtede inden kontraktsafslutningen at give [køberne] Besked om de... erholdte Oplysninger, med andre Ord om kontrakten havde været gyldig, hvis [sælger] havde indskrænket sig til overfor [køberne] at tie stille med disse Oplysninger, derom finder jeg det ikke nødvendigt at udtale mig her. Thi [sælger] indskrænkede sig ikke til at tie stille” (dommen s. 248). Dommen synes snarere at være begrundet i sælgerens illoyale optræden over for køberne og dermed at nærme sig en § 36-argumentation: “under disse Omstændigheder var [sælger] ikke berettiget til at søge, at hindre [køberne] fra at faa kjendskab til en Meddelelse af den her omhandlede Art. [Sælgerens] Optræden under kontraktsforhandlingerne har derfor efter min Mening været pligtstridig ligeoverfor [køberne] (dommen s. 248).

I forhold til det nugældende strafsanktionerede forbud mod insiderhandel i værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1 er dommen interessant derved, at den fortiede viden faktisk er offentliggjort via “Morgenbladet” på tidspunktet for insiderhandelen. En sådan offentliggørelse vil efter omstændighederne være tilstrækkelig til at opfylde kravet i værdipapirhandelslovens § 34, stk. 2, 2. pkt., hvorefter “en oplysning anses for offentliggjort, når der er sket en for markedet generel og relevant videreformidling”. Det kan diskuteres, hvorvidt en sådan udbredelse er sket via artiklen i “Morgenbladet”. Antages der at være sket en generel og relevant videreformidling, vil der ikke være tale om intern viden og følgelig ikke om en insiderhandel i værdipapirhandelslovens forstand.²⁹¹

4.7.3 Konsul Øien-dommen

Konsul Øien var direktionsformand i A/S Helge-Rein-By og A/S Forseth bruk. Øien købte ved en direkte transaktion aktier i de to selskaber af aktionæren fru Bachke, hvorved Øien dels fortiede oplysninger om selskabernes fusionsplaner og dels gav urigtige/vildledende oplysninger om selskabernes økonomiske situation. Højesteret erklærede rets-

291. Se nærmere herom ovenfor i afsnit 2.2.1.

handlen for ugyldig for den ene halvdel af aktiernes vedkommende og tilkendte aktionæren et erstatningskrav for den anden halvdel.

Konsul Øien-dommen – NRt 1918.49 NoH. Den 29. oktober 1912 indgik Konsul Øien en skriftlig aftale med en aktionær i begge de selskaber, hvori han var direktionsformand, om erhvervelse af 22 aktier á 2.000 kr. i A/S Helge-Rein-By og 12 aktier á 500 kr. i A/S Forseth bruk mod at betale aktionæren 55.000 kr. herfor. Det var Øien, der tog initiativet til handlen, og salgsforhandlingerne strakte sig over en længere periode, eftersom aktionæren til at begynde med ikke ønskede at sælge. I dette tidsrum lagde Øien et betydeligt og gentagent pres på hende. Af sagens oplysning fremgik, at aktionæren havde modtaget en direktionsskrivelse af 16. september 1912, der indeholdt en passage om, at man havde “under overveielse sammenslutning med et andet selskab” (dommen s. 60). Herefter havde aktionæren den 19. september s.å. skriftligt forespurgt direktionen om de nærmere planer herfor, og om selskabernes fremtidsudsigter. Forespørgslen blev besvaret ved skrivelse af den 24. oktober s.å., hvori “ikke nævnes et ord om sammenslutning med Meraker Bruk eller et andet selskab, men kun fremholdtes de vanskeligheder som brukets forsyning med trævirke antages at ville møte” (dommen s. 60). I den efterfølgende korrespondance viderebragtes oplysninger, der måtte give et billede af selskaberne, som værende i økonomiske og forretningsmæssige vanskeligheder, og aktionæren informeredes ikke om de fortløbende fusionsforhandlinger med A/S Meraker Bruk. Fusionsforhandlingerne endte dog forgæves og i stedet fusionerede selskaberne kort tid efter med et tredje selskab A/S Værdalsbruket. Øien kunne herved (med en betydelig fortjeneste) sælge sine aktier for en overkurs på 50 % med tillæg af dobbelt årsudbytte (10 % af aktiernes pålydende) samt en andel af reservefondet på 72.000 kr. Under disse omstændigheder fandt den norske Højesteret, at aftalen måtte “omgjøres”. Omgørelsen skete ved, at den ene halvdel af aktierne restitueredes mod tilbagebetaling af købesummen. For den anden halvdel vedkommende blev aktionæren tilkendt en erstatning på 18.500 kr. svarende til forskellen mellem den pris, hun havde opnået ved salget til Øien, og den pris, hun ville have opnået ved et salg til A/S Værdalsbruket.²⁹²

Øien-dommen vedrører en situation, hvor der ikke blot forties viden, men tillige gives positivt urigtige eller vildledende oplysninger. I det

292. Af litteratur om dommen se *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 830 med note 109, *Christina Hultmark*: Opplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 40, *samme*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 120 med note 134 og s. 261 f, *H. F. Marthinussen*: Noen bemerkninger om “insider trading”, LoR, 1969, s. 376 f, *Carl Jacob Arnholm*: Privatrett II – Avtaler, 1964, s. 328 i småtrykket, *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TtR 1934, s. 98 ff og *Henry Ussing*: Aftaler på Formuerettens Område, 1930, s. 112 med note 32. *Hultmark* anser det for tvivlsomt i hvilket omfang dommen udtrykker gældende svensk ret, jævnfør Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 261.

tilfælde vil en skadelidt kunne procedere på såvel fortielse som urigtige oplysninger. Da urigtige oplysninger, i modsætning til fortielser, ikke kræver culpa, vil en skadelidt dog normalt vælge denne procedure.²⁹³ I dommen fremhæves både oplysningerne og fortielsen som begrundelse for resultatet. Om *oplysningerne* udtales, at “de oplysninger om stillingen, som blev meddelt [aktionæren] i hensigt at bestemme hende til salg, var misvisende og i et væsentlig punkt ufuldstændige, idet fremtidsudsigterne blev fremstillet som meget bekymringsfulde og om *fortielsen*, at “der navnlig ikke blev git appellantinden tilstrækkelig oplysning om de med A/S Meraker Bruk allerede indledede forhandlinger” (dommen s. 59).

Om regelgrundlaget udtaler Højesteret, at “forsaavidt [aktionæren] har grundet sin paastand paa at [Konsul Øien] har gjort sig skyldig i svigagtig adfærd mot hende, saa finder jeg det ikke godtgjort, at saadan foreligger. Det maa imidlertid være nok at han ved uagtsom optræden har fremkaldt hos hende en væsentlig vildfarelse om stillingen” (dommen s. 63). Formuleret på anden vis sker tilsidesættelsen med hjemmel i forudsætningslærens vildfarelsesargumentation. Det er i den sammenhæng væsentligt, at Højesteret anser det for tilstrækkeligt, at insideren har handlet uagtsomt (culpøst).²⁹⁴

Det forhold, at Konsul Øien var formand for direktionen og dermed primær insider, betød, at domstolen skærpede ansvarsnormen: “Som av underretten bemærket, er der i vor ret ikke noget forbud mot at direktionsmedlemmer opkjøper aktier i sit selskap. Men hermed er ikke sagt, at ikke kjøperens stilling som medlem av direktionen og det bedre kjendskap, han som saadan vil ha til selskapets stilling og utsigter, maa medføre visse baand paa hans handlefrihet” og “Maalt med denne skjærpede maalestok kan jeg ikke andet end finde, at de oplysninger...som blev meddelt...var misvisende og i et væsentlig punkt ufuldstændige...og der...ikke blev git...tilstrækkelig oplysning om de...allerede indledede [fusions]forhandlinger (dommen s. 59). Som nævnt ovenfor i afsnit 3.6.5, synes den skærpede ansvarsnorm for de primære

293. Jævnfør *Joseph Lookofsky*: Køb – Dansk indenlandsk købsret, 2002, s. 73, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret I, 2000, s. 64 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 48.

294. At uagtsomhed er tilstrækkeligt antoges ligeledes af *Ussing*, med henvisning til netop Konsul Øien-dommen, se *Henry Ussing*: Aftaler paa Formuerettens Område, 1930, s. 112 med note 32. For samme opfattelse i norsk ret se tillige *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TfR 1934, s. 106.

insidere naturlig. Der hersker ikke megen tvivl om, at eksempelvis bestyrelse, direktion og ledende medarbejdere hos udstederen forud for en handel med værdipapirer i eget selskab, har særlig mulighed for at sikre sig, at der ikke foreligger intern viden, fx ved at undersøge, om oplysningen er offentliggjort, hvis den pågældende er i tvivl. Denne materielle ansvarsskærpelse får tillige en processuel betydning derved, at beviskravene med hensyn til uagtsomhed/forsæt må antages at være lempeligere end for personer uden tilknytning til udstederen og ved at det i disse tilfælde må være op til insideren, at bevise, at han har foretaget en tilstrækkelig undersøgelse af, om oplysningen er offentliggjort.²⁹⁵

Hvor Højesteret opererer med en skærpet ansvarsnorm for de primære insidere, synes det påfaldende, at man nærmest afskriver, at en sekundær insider vil kunne ifalde ansvar for en lignende adfærd: “Om i almindelighed en sælger maa finde sig i selv at bære de tap han lider ved ikke at skaffe sig tilstrækkelige oplysninger eller ved at bedømme stillingen feilagtig, saa maa efter mit skjøn noget andet gjælde, naar det er en kjøper, som selv har ledelsen av foretagendet” (dommen s. 59). I dag vil man i stedet lægge afgørende vægt på, at der består en sådan informationsasymmetri, at det ikke findes rimeligt at lade en kontraktspart opnå en risikofri fortjeneste på medkontrahentens bekostning. I den konkrete sag er forholdet af en sådan karakter, at det, uanset om der består en tilknytning til udstederen eller ej, må anses for svigagtigt efter aftalelovens § 30.

Højesteret tillagde fortielsen af fusionsforhandlingerne en afgørende betydning for ugyldighedsvurderingen. Sådanne forhandlinger må vurderes med udgangspunkt i sandsynlighed-omfang testen, jævnfør ovenfor i afsnit 3.6.4, og retten udtaler herom, at “Ganske vist laa der i disse [forhandlinger] bare en chance [sandsynlighed] for fortjeneste, men denne chance var dog saavidt betydelig, at appellantinden ikke burde ha været latt i uvitenhet om den” (dommen s. 59). Med andre ord vurderede Højesteret, at der var en overvejende sandsynlighed for, at fusi-

295. Se også herom *David Moalem*: Det danske insiderregister – to skridt frem og et tilbage, Ju 2003:6, s. 230 og *samme*: Insiderpersonkredsen – sondringen mellem primære og sekundære insidere, Ju 1999:3, s. 113. I norsk ret er denne retsstilling kodificeret, idet man har indført en særlig undersøgelsespligt i den norske værdipapirhandelslov § 2-3, hvorefter de primære insidere skal foretage en forsvarlig undersøgelse af, om der foreligger intern viden hos udstederen, førend de handler i dennes værdipapirer.

onen ville blive en realitet, og at en viden herom derfor udgjorde en bestemmende viden.

Den retlige vurdering af fortielsens betydning foretages på det tidspunkt, hvor fortielsen sker (ex ante).²⁹⁶ Dette fremgår af dommen, hvor Højesteret ikke tillagde det nogen betydning, at fusionsforhandlingerne rent faktisk ikke mundede ud i en fusion med det pågældende selskab: “At forhandlingerne med A/S Meraker Bruk tilslut strandet, kan ikke bevirke at fortielsen av de med dette indledede forhandlinger blev uten betydning” (dommen s. 62 f).

Det anvendte videnbegreb er af objektiveret karakter, idet retten finder det uden betydning, om fortieren selv er klar over den pågældende videns betydning.²⁹⁷ Afgørende er, om en bonus pater-investor vil tillægge den betydning: “Det ser vistnok ut til, at...medlemmer av direktionen ikke har tillagt det, de hadde erfaret om disse [fusions]forhandlinger, den betydning, at de ansaa aktierne for mere værd end den pris [Konsul Øien] tilbød [aktionæren]. Men denne deres opfatning kan ikke bevirke, at det var berettiget av indstevnte at holde [aktionæren] i ubekjendtskap med at forhandling var indledet, og det forslag om like utbytning av selskapernes aktier som fra Meraker Bruks side var fremkommet” (dommen s. 59 f).

Højesteret tillagde det desuden betydning, at der var “tale om et aktieselskap bestaaende av faa medlemmer, nemlig paa den tid, da de under saken omhandlede aktiekjøp tok sin begyndelse, alene 7 aktionærer, til dels forbundne ved slegtskaps- eller svogerskapsforhold” (dommen s. 49). Det er dog vanskeligt at se, hvilken nærmere obligationsretlig betydning dette skulle have. Meningen kan vel ikke være, at der består et anderledes *retligt* loyalitetsforhold i et sådant “familieselskab” end i et almindeligt aktieselskab med få aktionærer.

Afslutningsvist skal der knyttes nogle bemærkninger til den noget særegne domskonklusion, hvorefter omgørelsen skete ved, at den ene halvdel af aktierne restitueredes mod tilbagebetaling af købesummen (ugyldighed), og aktionæren for den anden halvdels vedkommende fik tilkendt erstatning på 18.500 kr. svarende til forskellen mellem den pris, hun havde opnået ved salget til Øien, og den pris hun ville have opnået ved et salg til A/S Værdalsbruket. Aktionærens principale på-

296. Se herom ovenfor i afsnit 3.5.

297. Se om obligationsrettens objektive videnbegreb ovenfor i afsnit 3.6.2.

stand var, at “kræve de solgte aktier tilbage mot at tilbagebetale kjøpesummen” (ugyldighed), og den subsidiære påstand var et krav på erstatning. Højesteret valgte at dele påstanden sådan op, at resultatet blev halv ugyldighed og halv erstatning. Tilkendelsen af erstatning i stedet for ugyldighed begrundedes med, at aktionæren “om salget av aktierne til Øien ikke hadde fundet sted, vilde ha deltat paa denne maate i ordningen med Værdalsbruket” (dommen s. 50). Højesterets argumentation bygger på læren om den hypotetiske årsagskonkurrence imellem aktionærens faktiske salg til Konsul Øien og, såfremt dette ikke havde fundet sted, et muligt salg til tredjemand (Værdalsbruket).²⁹⁸ Eftersom aktionæren fik medhold i sin ugyldighedspåstand, synes anvendelsen dog misvisende, da læren slet ikke finder anvendelse på ugyldighedskrav og dette, uanset om kravet er konverteret til et pengekrav.²⁹⁹

4.7.4 Aktiemægler-dommen

Dommen omhandler en markedstransaktion med 10 aktier. Sagen er noget speciel ved, at den omhandlede viden ikke blev fortiet af aftaleparterne, men af køberens aktiemægler. Mægleren havde på handelstidspunktet en vis kundskab om, at selskabets skib var blevet torpederet – en nyhed, der senere medførte en betydelig kursstigning på aktierne. Da sælgeren derfor mente, at han havde solgt for billigt, anlagde han sag mod køberen om ugyldighed for Kristiania (Oslo) Byret. Byretten erklærede handelen for gyldig.

*Aktiemægler-dommen – Kristiania Byret, 28. februar 1918.*³⁰⁰ Den 20. februar 1917 om formiddagen indgik Kirkevold og Karlsen via deres respektive aktiemæglere en aftale, hvorefter Karlsen købte 10 aktier af Kirkevold i Dampskibsselskabet “Vera” á 400 kr. til kurs 95. Ved middagstid indløb der telegram om, at selskabets eneste skib “Vera” var blevet torpederet, hvilket også blev offentliggjort i middagsaviserne. Skibets havari betød, at selskabets aktiekurs steg øjeblikkeligt. Kursstigningen må skyldes, den betydelige risiko, der var forbundet med at drive dampskibsvirksomhed under den første verdenskrig. Havariet har formentligt udløst en større forsikringspræmie til selskabet, hvorved risikoen blev konverteret til en kontant pengesum. Da ydelserne endnu ikke var blevet udvekslet, ønskede sælgeren, Kirkevold, ikke at aflevere aktierne, hvorefter Karlsen anlagde sag om opfyldelse af kontrakten. Byretten fandt det bevist, at hverken køber, sælger eller

298. Læren behandles ovenfor i afsnit 3.6.6.

299. Samme kritik fremføres af *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 830 med note 109.

300. Se Dommer og kjendelser ved Kristiania Byrett 1916-1921, nr. 607, s. 334.

sælgers mægler havde kendskab til havariet på aftaletidspunktet. Derimod havde “Kjøberens Mægler nogenlunde Rede paa Sammenhængen”. Retten fandt dog ikke, “at han deraf nødvendig maatte slutte sig til en forestaaende Kursomvæltning”. Der fandtes tillige ikke at foreligge en særlig handelssædvane, hvorpå en oplysningspligt kunne støttes: “At Mæglere efter Kutyme skulde pligte at give Oplysning om en saadan Begivenhed var ikke godtgjort”. Byretten erklærede handlen for gyldig.³⁰¹

At sagen ikke nåede længere end til byretten er forståeligt, da sælgerens ugyldighedspåstand synes at være en misforståelse. Der foreligger ikke nogen fortielser imellem aftalens parter, idet hverken sælgeren eller køberen havde viden om torpederingen. At køberens aktiemægler, hvis rolle var at finde en sælger og herpå gennemføre handelen, er i besiddelse af intern viden, er aftalen uvedkommende. Aktiemæglerens viden har hverken været bestemmende for parternes handelsbeslutning eller handelsprisen. Det samme vil gælde, såfremt det i stedet var sælgers aktiemægler, der var i besiddelse af den interne viden. I så fald ville sælgeren dog efter omstændighederne have et erstatningskrav mod aktiemægleren som følge af deres indbyrdes kontraktrelation.

Byrettens domskonklusion er imidlertid interessant på et andet punkt. Med henvisning til, at torpedering under den første verdenskrig var almindelig, fastslog retten “at Sælgeren fik holde sig underrettet selv, før han solgte, hvis det spillede en afgjørende Rolle for ham”. Udtalelsen synes uforenelig med konklusionen i den efterfølgende Dr. Hartmann-dom, hvor den norske Højesterets statuerede ugyldighed med henvisning til en fortielse af et lignende skibshavari (kollision med en drivende mine).

Med det ovenstående in mente synes dommen at have begrænset præjudikatværdi.

4.7.5 Dr. Hartmann-dommen

Dr. Hartmann solgte ved en markedstransaktion 8 aktier i A/S Western Australia Whaling Co. til sekretær Oscar Frederiksen. Ved salget fortiede dr. Hartmann sin viden om, at selskabets eneste skib “Perth” var stødt på en drivende mine og havde lidt havari. Højesteret erklærede retshandlen for ugyldig.

301. Dommen er refereret hos *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TIR 1934, s. 104. Sidereferencen til Dommer og kjendelser ved Kristiania Byrett 1916-1921 er dog forkert angivet som s. 354.

Dr. Hartmann-dommen - NRt 1919.494 NoH. Den 31. januar 1916, kl. 20.00 til 20.30 købte investor Oscar Frederiksen 8 aktier i A/S Western Australia Whaling Co. af sælger dr. Hartmann til kurs 195 for en samlet købesum på 15.678 kr. Handelen blev afviklet via aktiemægleren, Christie Heiberg. Dr. Hartmann havde kl. 18.00 den selv samme dag fået besked fra en aktiemægler om, at selskabets eneste skib "Perth", havde lidt havari. Skibet, der var på vej over Nordsøen til Norge med en skibsladning olie, var stødt på en drivende mine (salget foregik under den første verdenskrig). Skibshavariet betød et væsentligt kursfald på selskabets aktier. Da udvekslingen af ydelserne (penge for aktier) endnu ikke havde fundet sted, nægtede køberen at betale købesummen, med henvisning til dr. Hartmanns fortællelse af havariet. Dette betød, at aktiemægleren, Christie Heiberg, den 15. februar 1916 foretog et dækningssalg til kurs 155 for en samlet købesum på 11.940 kr. Mægleren søgte herefter Oscar Frederiksen til erstatning af prisdifferencetabet. Højesteret erklærede retshandelen for ugyldig, hvorfor køber ikke kunne tilpligtes at erstatte prisdifferencetabet.³⁰²

Dommen er speciel derved, at sagsøgeren ikke var dr. Hartmann, men derimod aktiemægleren, Christie Heiberg. Det skyldes, at aktiemægleren i *det interne forhold* købte aktierne af dr. Hartmann og herved anså sig som sælger over for Oscar Frederiksen. I *det eksterne forhold* optrådte Christie Heiberg imidlertid som mellemmand, idet han fremstod som fuldmægtig for dr. Hartmann, hvis navn blev opgivet som sælger ved aktiehandelen. Aktiemægleren må derfor i forhold til køberen bære risikoen for dr. Hartmanns fortællelse, jævnfør også Højesterets domskonklusion: "At [Christie Heiberg] ved aktiernes salg til [Oscar Frederiksen]...var uvidende om ulykken, kan ikke komme i betragtning" (dommen s. 495 f).

Dr. Hartmann fortiede en væsentlig intern viden om, "at selskabets eneste skib "Perth", som ventedes til Norge med en oljeladning over Nordsjøen og som derefter skulde sættes i fragtfart, var stødt paa en drivende mine og havde lidt haveri" (dommen s. 495). Højesteret citerede ikke bestemte ugyldighedsbestemmelser i aftaleloven, men udtalte følgende om dr. Hartmanns fortællelse: "Indstevnte maa bli at frifinde for...tiltale, fordi sælgeren av de omhandlede aktier, dr. Hartmann, da handelen...avsluttedes gennem mægler..., var bekjendt med en omstændighet, som maatte forutsættes at ville forringe og ogsaa i nogen tid i væsentlig grad forringet aktiernes omsætningsværdi" (dommen s.

302. Se af litteratur herom *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 119 i småtrykket, *Carl Jacob Arnholm*: Privatrekt II – Avtaler, 1964, s. 328 i småtrykket og *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TFR 1934, s. 102 f.

495). Med denne formulering støtter argumentationen sig på forudsætningslæren. Højesteret antog herved, at dr. Hartmanns fortielse af skibshavariet udgjorde en forsættelig fortielse af en væsentlig viden. Det er derfor tillige nærliggende at subsumere fortielsen som svigagtig, jævnfør aftalelovens § 30. Det fremgår ikke af sagen, hvorvidt køberen selv tog initiativet til handelen, eller om det blev taget af aktiemægleren. Såfremt det blev taget af aktiemægleren, vil forholdet i stedet være i strid med almindelig hæderlighed efter aftalelovens § 33 og tillige være uredeligt efter generalklausulen i § 36.

Med formuleringen “maatte forudsættes at ville forringe” (dommen s. 495) understreges, at den retlige vurdering af fortielsens betydning må foretages på det tidspunkt, hvor fortielsen sker (*ex ante*).

Dommen illustrerer ligeledes, at en efterfølgende kursændring (i dette tilfælde et kursfald) kan anvendes som bevis for, at den pågældende viden rent faktisk var bestemmende for kursen, jævnfør Højesterets formulering “ogsaa i nogen tid i væsentlig grad forringet aktiernes omsætningsværdi” (dommen s. 495), hvor den efterfølgende faktiske forringelse af aktiekursen anvendes som argument for, at den konkrete viden var væsentlig.

4.7.6 Fuldmægtig-dommen

Fuldmægtig O.M. Olsen købte ved en markedstransaktion en aktie i selskabet A/S Ester af bankkasserer Oscar Nilsen. Ved købet fortiede fuldmægtigen, at et endnu ikke offentliggjort salg af selskabets skib, tidligere den samme dag havde forhøjet aktiens værdi med cirka 90 %. Højesteret erklærede retshandlen for ugyldig.

Fuldmægtig-dommen - NRt 1921.267 NoH. Den 8. maj 1916, klokken cirka 12.30 henvendte fuldmægtig O.M. Olsen sig til en aktiemægler for at erhverve aktier i selskabet A/S Ester. Omtrent en halv til en hel time senere samme dag, fandt mægleren en sælger – bankkasserer Oscar Nilsen. Der blev herefter indgået en aftale, hvorefter fuldmægtigen købte 1 aktie i rederiet Ester A/S for 8.000 Nkr. På salgstidspunktet var fuldmægtigen imidlertid i besiddelse af viden om, at et af selskabets skibe var solgt til en så høj pris (400.000 kr.), at den reelle aktieværdi var over 14.000 Nkr. Denne viden var han kommet i besiddelse af ved sin ansættelse som kontorfuldmægtig i det skibsmæglerfirma (Lauritz Schübeler), der havde fået til opdrag at sælge skibet. At en så væsentlig værdi ikke allerede var indregnet i aktiekursen, kan umiddelbart vække undren. Forklaringen er imidlertid, at begivenhedsforløbet udspillede sig under den første verdenskrig, og at skibet var på vej over Atlanterhavet fra Buenos Aires til København. Skibet var derfor udsat for

en betydelig risiko for at lide havari. Et salg af skibet betød derfor, foruden fortjenesten, at denne risiko (som var indregnet i aktiekursen) bortfaldt. Under sagen blev det dokumenteret, at fuldmægtigen havde haft kendskab til følgende to telegrammer: "Skib "Ester" var under 5. maj 1916 ved firmaet Lauritz Schübeler blit haandgit til en av firmaets Kjøbenhavnerforbindelser. Haandgivelsen skedde efter en mundtlig fuldmagt som Schübeler hadde faat fra bestyreren, reder i A/S "Ester", H. Jacobsen." Den 8. maj 1916, klokken 12.21 modtog firmaet Lauritz Schübeler følgende accepttelegram: "Henholdende Deres brev 5. mai Ester i orden." Det fremgik endvidere af sagens oplysning, at fuldmægtigen havde kendskab til skibets salgspris på 400.000 Nkr. Fuldmægtigen oplyste ikke sælgeren herom. Ved offentliggørelsen af salget steg aktiekursen til cirka 14.455 Nkr. Højesteret erklærede retshandlen for ugyldig.³⁰³

Højesteret synes at tilslutte sig en svigsargumentation. Den førstvoterende dommer udtalte, at "Av det foran gjengivne fremgaar, at appellantens salg av sin aktie i A/S "Ester" ikke vilde fundet sted, hvis ikke indstevnte hadde fortiet, at selskapets skib netop var solgt. Denne fortieelse var saaledes en betingelse for, at aktiesalget kom i stand [bestemmende]. Men dette indstevntes forhold kan ikke ansees for i retslig henseende berettiget og maa derfor medføre at appellanten ikke anses bunden ved aktiesalget" (dommen s. 270). Den andenvoterende dommer understøtter yderligere argumentationen med en henvisning til *Stang*: "I et saadant tilfælde findes kjøperen at ha pligt til at underrette sælgeren. Om saadan oplysningspligt kan jeg slutte mig til Fredrik Stangs fremstilling om "den synbare viljesmangel" i hans "Norsk formuesret", side 456-459 og særlig 458, hvor det uttales: "*Kjendsgerninger*, som man (kjøperen) har *sikker kunnskap* om, pligter man som regel at oplyse om, hvis man må forstaa, at den erklærende (sælgeren) er uvidende om dem, og hvis man har grund til at tro, at denne uvidenhed er bestemmende for ham" (dommen s. 271). Fuldmægtigen ansås tilige at handle forsætligt: "Det maa ogsaa antages, at indstevnte ved kjøpet av appellantens aktie var paa det rene med, at skibssalget var av væsentlig betydning for aktiens værdi" (dommen s. 270).

303. Af litteratur om dommen se *Christina Hultmark*: Opplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 37 i småtrykket, *samme*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 128 og 261 i småtrykket, *H. F. Marthinussen*: Noen bemerkninger om "insider trading", LoR, 1969, s. 377 ff, *Carl Jacob Arnholm*: Privatrekt II – Avtaler, 1964, s. 328 i småtrykket, *Henry Ussing*: Aftaler paa Formuerettens område, 1950, s. 141 f med note 16 og *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TfR 1934, s. 101 ff. *Hultmark* anser det for tvivlsomt i hvilket omfang, dommen uttrykker gældende svensk ret, jævnfør Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 261.

Vurderingen af den pågældende videns betydning foretages på fortielsestidspunktet (ex ante), jævnfør formuleringen “ved kjøpet av appellantens aktie” (dommen s. 270). Dette ændrer ikke på, at en efterfølgende faktisk kursændring vil være et væsentligt bevisdata på, at den omhandlede viden faktisk var bestemmende eller væsentlig. Retten fremhæver i overensstemmelse hermed den efterfølgende kursstigning i domsbegrundelsen: “Som ovenfor nævnt medførte skibssalget en væsentlig stigning av aktiernes værdi” (dommen s. 270).³⁰⁴

Det forhold, at man er kommet i besiddelse af den interne viden ved at begå et loyalitetsbrud over for udstederen, kan skærpe vurderingen af den pågældendes adfærd som ugyldighedsbegrundende. Dette må særligt gøre sig gældende, når man derved tillige “besviger” aktionærene i udstederselskabet, således som det var tilfældet i sagen. Den førstvoterende dommers begrundelse for at erklære retshandlen for ugyldig var i overensstemmelse hermed: “dels...den fortiede omstændigheds betydning for aktiens værdi og dels...de forhold, hvorunder indstevnte havde erhvervet kundskap om den” (dommen s. 270). Om relationen imellem insideren og selskabet udtales senere, at “jeg finder, at indstevnte ikke havde ret til at fortie en omstændighed av denne art og betydning. Saa meget desto mere maa dette gjælde, som indstevnte havde faat sin kundskap i medfør av sin stilling som kontorfuldmægtig i det firma, til hvilket rederen havde overdrat omsorgen for skibets salg. Indstevnte har aapenbart søkt at utnytte denne kundskap, før den kom videre til selskapets aktionærer” (dommen s. 270).³⁰⁵

At handelen foregik som en markedstransaktion, fik en vis betydning. Det skyldtes, at underretten havde afvist ugyldighedspåstanden ved blandt andet at henvise til, at “den anset det avgjørende...at [fuldmægtigens] kjøpeordre var git i det aapne marked gjennom en aktiemægler” (dommen s. 269). Overretten og Højesteret afviste dog, at dette skulle udelukke civile krav: “At dette kjøp har fundet sted i det aapne marked, kan jeg ikke tillægge den betydning, som underdommeren har gjort. Av den første samtale, som indstevnte paa omsætningsdagen hadde med sælgeren, maatte han forstaa, at denne ikke hadde aktier til forhandling. Indstevntes henvendelse gik altsaa ut paa,

304. Se herom ovenfor i afsnit 3.6.5.

305. Om den obligationsretlige betydning af en tilknytning til udstederen, se nærmere ovenfor i afsnit 3.6.5.

at mægleren skulde søke at skaffe salgstilbud, og det til en forholdsvis lav pris, kr. 7.000. Nogen væsentlig forskjel mellem dette tilfælde og det, at indstevnte selv havde henvendt sig til aktionærer i dette lille selskab, kan der ikke sees at være” (dommen s. 271). Højesteret fastholdte herved den retsstilling, der var fastslået i Dr. Hartmann-dommen, og Højesteret henviste til dennes præjudikatvirkning: “Avgjørende for sakens tilfælde findes en av Højesteret under 14. januar 1919 avsagt dom (Retst. 1919, side 494)” (dommen s. 271).

Ved sin afvisning af ugyldighedspåstanden lagde underretten tillige vægt på, at handlen med aktier “var en utpræget spekulationsaffære, hvor baade kjøper og sælger maatte ha for øie muligheten av at hans medkontrahent sat inde med specielle oplysninger” (dommen s. 269). Højesteret nævner forståeligt nok ikke dette argument i sin domskonklusion. Underrettens argumentation bygger på en uheldig sammenblanding af investeringsrisiko med risikoen for, at medkontrahenten fortier en bestemmende viden. Med investeringsrisikoen forstås risikoen ved at handle med aktier, og denne må naturligvis bæres af parterne selv. Risikoen for ikke at videregive en bestemmende viden påhviler derimod den fortiende part.

Højesteret erklærede retshandlen for ugyldig. Fuldmægtigen pålagdes herved at tilbagelevere aktiebrevet mod at få købesummen tilbage (restitution). Han tilpligtedes ligeledes at tilbagebetale det udbytte (frugter), der var påløbet siden købstidspunktet, jævnfør den almindelige grundsætning om, at ugyldighed har virkning *ex tunc*.³⁰⁶

4.7.7 Kiksfabrik-dommen

Forretningsføreren i en kiksfabrik erhvervede ved en markedstransaktion 8 aktier i selskabet. Erhvervelsen var led i en opkøbsplan, hvor forretningsføreren over det seneste år havde erhvervet aktier i selskabet. En uge efter det pågældende køb besluttede selskabets direktion på forespørgsel af en aktionær at fordoble aktiekapitalen ved udstedelse af friaktier (fondsaktier) mod indbetaling af 100 kr. Sælgeren af aktierne anlagde herefter sag om ugyldighed for Kristiania (Oslo) Byret. Byretten erklærede handelen for gyldig.

306. Se herom ovenfor i afsnit 3.8.

*Kiksfabrik-dommen – Kristiania Byret, 11. juni 1921.*³⁰⁷ Forretningsføreren i en kiksfabrik havde, som led i en opkøbsplan, i flere år, men særligt i løbet af 1917 og 1918, foretaget betydelige opkøb af fabrikkens aktier. Den 28. november 1918 erhvervede forretningsføreren, som et led heri, 8 aktier af 1250 kr. (børskursen var 1000-1100 kr.). Købet foregik som en markedstransaktion via en aktiemægler. Omtrent en uge efter – den 4. december – blev der af en aktionær stillet forslag om at opskrive aktiekapitalen eller tildele friaktier (fondsaktier). Forslaget blev behandlet af selskabets direktion den 5. december.³⁰⁸ Efter en undersøgelse af fabrikkens økonomi besluttede direktionen herefter dels at opskrive aktiekapitalen til det dobbelte ved udstedelse af en friaktie mod indbetaling af 100 kr. og dels at lade de nye aktier være ligestillede med de gamle, således at de var udbytteberettiget tilbage fra 1. januar 1918. Herved gik aktiesælgeren glip af en væsentlig fortjeneste. Sælgeren, der havde fået at vide, at køberen af hans aktier var forretningsfører i kiksfabrikken, lagde straks herefter sag an mod denne, med påstand om, at købet var ugyldigt. Byretten afviste ugyldighedspåstanden.³⁰⁹

Såfremt det (som af byretten) lægges til grund, at forretningsføreren ikke havde kendskab til aktionærens beslutningsforslag om kapitalforhøjelsen/friaktierne, er han ikke i besiddelse af viden om selskabet, som ikke også var aktiesælgeren bekendt. At forretningsførerens handel ikke var motiveret af intern viden, understøttes tillige af, at forretningsføreren over en længere periode havde foretaget opkøb af selskabets aktier. Opkøbet af de 8 omhandlede aktier passer derved ind i det allerede etablerede handelsmønster og er et stærkt indicium for, at handelen er et normalt led i forretningsførerens aktieerhvervelser. Bevisbyrden for, at forretningsføreren havde viden om aktionærens beslutningsforslag, påhviler i overensstemmelse med den almindelige bevisbyrderegel aktiesælgeren. På baggrund af forretningsførerens handelsmønster og den herved skabte formodning for, at der var tale om en planmæssig fortløbende erhvervelse, er det ikke overraskende, at byretten afviser ugyldighedspåstanden. Aktiesælgeren kunne ikke under retssagen fremvise dokumentation eller tilstrækkeligt med indicier for, at forretningsføreren havde kendskab til aktionærens beslutningsforslag.

307. Se Dommer og kjendelser ved Kristiania Byrett 1916-1921, nr. 645, s. 354.

308. Efter dansk ret er en beslutning om kapitalforhøjelse ved friaktier (fondsaktier) et generalforsamlingsanliggende, jævnfør aktieselskabslovens § 29, stk. 1. Denne beslutningskompetence kan ikke henlægges til bestyrelsen, jævnfør lovens § 37, stk. 1 forudsætningsvist.

309. Dommen er refereret hos *Kristen Andersen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære i dag, TfR 1934, s. 100 f. Domsreferencen til Dommer og kjendelser ved Kristiania Byrett 1916-1921 er dog forkert angivet som nr. 423 (i stedet for nr. 645).

Man kan imidlertid stille sig det spørgsmål, om en viden om en aktionærs forslag til direktionen overhovedet opfylder kravet til, at der skal være tale om en bestemmende viden? Som udgangspunkt må svaret være et nej. En viden om en aktionærs kommende beslutningsforslag er ikke en bestemmende viden. Det er jo ikke aktionæren, der alene kan træffe den endelige beslutning om kapitalforhøjelse. Vurderet efter gældende dansk ret må det tillige erindres, at en beslutning om kapitalforhøjelse er et generalforsamlingsanliggende, jævnfør aktieselskabslovens § 29, stk. 1. Bestyrelsen kan dog bemyndiges hertil ved bestemmelse i vedtægterne, jævnfør lovens § 37, stk. 1, men ikke for så vidt angår fondsaktier. En viden om en aktionærs kommende beslutningsforslag kan dog være en bestemmende viden, såfremt den pågældende kan udøve en bestemmende indflydelse på selskabet. Efter dagældende norsk ret såfremt aktionæren kan påvirke direktionen til at træffe beslutning om kapitalforhøjelse. Efter gældende dansk ret vil en sådan bestemmende indflydelse dog normalt være illusorisk, idet det hertil kræves, at aktionæren disponerer over mindst 2/3 såvel af de afgivne stemmer som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede aktiekapital.

I præmisserne fremhæver Byretten i overensstemmelse med Konsul Øien-dommen, “at norsk rett på ingen måte avskar en [forretningsfører] adgang til å kjøpe aksjer i sitt eget selskap: uretmessig handlet han først hvis han misbrukte særlige kunnskaper som andre ikke hadde adgang til og som i nogenlunde nær fremtid viste sig å bli av betydning for selskapets skjebne”. Med formuleringen “særlige kunnskaper som andre ikke hadde adgang til” må byretten mene *intern viden*. Det er hverken forbudt i værdipapirhandelsretten, i obligationsretten eller for den sags skyld i andre reguleringer at være klogere end sin medkontrahent og at drage fordel heraf. Det er med andre ord ikke *kundskaben*, der er klandreværdig. Afgørende er, om der foreligger en faktisk informationsasymmetri således, at en part er i besiddelse af en viden, som ikke er modparten bekendt, og derved risikofrit kan opnå en fortjeneste på dennes bekostning.

4.7.8 Scherdin-dommen

Denne svenske Højesteretsdom om ugyldighed ved en insiderhandel er kun kortfattet refereret i NJA 1937 A, nr. 10, SvH. Det fremgår ikke, hvorvidt handelen afvikledes som en direkte eller som en markeds-

transaktion. Af referatet fremgår, at sælger A.G. Scherdin var i besiddelse af intern viden om, at selskabet Fanéraktiebolaget Albert Scherdins aktiekapital var tabt på salgstidspunktet: “I målet vore utrett, att Scherdin med vetskap om att Fanéraktiebolaget Albert Scherdins aktiekapital var förlorat och [køber] därom saknade kännedom”. På trods heraf solgte “Scherdin 97 aktier i bolaget [til køber O. Löfmark] till pris motsvarande aktiernas nominella värde...” Højesteret fandt det ikke godtgjort, at Scherdin herved havde handlet svigagtigt, men udtalte at: “Även om det ej kunde anses tillförlitligen styrkt, att Scherdin förfarit svikligen mot [køber], måste i allt fall avtalen anses hava, Scherdin veterligen, tillkommit under sådana omständigheter att det skulle strida mot tro och heder [§ 33] att med kännedom göra avtalen gällande”. Herved tilsidesatte Højesteret retshandlen som ugyldig med hjemmel i den svenske aftalelovs § 33.³¹⁰

4.7.9 Haughom-dommen

Kjell Haughom solgte sin aktiepost på 50 % i Temco Engineering A/S til selskabet Offshore Technology Consultants A/S (OTC). Ved salget fortiede Haughom over for køberne, at han havde indgivet en patentansøgning om et boretårnskoncept, der var af væsentlig betydning for Temco Engineering A/S’ forretningsområde. Haughom og køberne havde desuden igennem en årrække haft et kontinuerligt og fortløbende samarbejde.

Dommen vedrørte en noget anderledes konstruktion end den normale insidersituation, idet Haughoms adfærd tillige udgjorde et brud på den almindelige loyalitetspligt i kontraktforhold.³¹¹ Forskellen til de “klassiske insiderdomme” illustreres da også i Højesterets domsbegrundelse: “Konklusionen må bli at avtalen er ugyldig, både fordi det ville være mot redelighet og god tro og dermed i strid med avtaleloven § 33 å gjøre avtalen gjeldende, og fordi Haughom har opptrått i strid med den ulovfestede lojalitetsplikt som gjelder i kontraktsforhold, særlig hvor det er forutsatt å skulle være et så nært samarbeid som her” (dommen s. 1466). Som følge af dommens særegne karak-

310. Dommen er refereret af *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 119 i småtrykket og s. 120.

311. Se herom blandt andre *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 472 ff, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s 70 f og *Bernhard Gomard*: Obligationsret 1. del, 1998, s. 45.

ter underkastes den ikke en egentlig analyse i nærværende sammenhæng.³¹²

4.7.10 Momenter/kriterier i ugyldighedsvurderingen

På baggrund af den foreliggende retspraksis er det muligt at udlede nogle af de momenter og kriterier, som domstolene har haft mulighed for at tage stilling til, og som derfor kan siges, at være af betydning for ugyldighedsvurderingen ved insiderhandel:

(i) *Insiderens adfærd*. En uagtsom (culpøs) fortielse vil være tilstrækkeligt til at statuere ugyldighed med hjemmel i forudsætningslæren, jævnfør Konsul Øien-dommen.³¹³ Der kan således ikke opstilles et krav om, at insideren har handlet forsættligt.

(ii) *Sælgers og købers fortelser*. Ugyldighed kan statueres, uanset om det er sælger eller køber, der fortier viden om det handlede værdipapir, jævnfør Konsul Øien-, Fuldmægtig- og Kiksfabrik-dommen.³¹⁴

(iii) *Vurderingstidspunktet*. Vurderingen af den pågældende videns betydning foretages på fortielsestidspunktet (ex ante), jævnfør Konsul Øien-, Dr. Hartmann- og Fuldmægtig-dommen.

(iv) *Bevisdata*. Den efterfølgende kursændring ved den pågældende videns offentliggørelse kan anvendes som et bevisdata for, at den fortiede viden faktisk var bestemmende, jævnfør Dr. Hartmann- og Fuldmægtig-dommen.

(v) *Ugyldighedsvirkning ex tunc*. Tilsidesættes retshandlen som ugyldig, har dette virkning ex tunc, jævnfør Fuldmægtig-dommen.

(vi) *Tilknytningen til udstederen*. En tilknytning til udstederen vil efter omstændighederne skærpe vurderingen af insiderens adfærd. En sådan kan være direkte eller indirekte. Direkte tilknytning kan foreligge i form af eksempelvis et ansættelsesforhold eller ved deltagelse i selskabets bestyrelse, jævnfør Konsul Øien-dommen. Indirekte tilknytning kan foreligge ved eksempelvis at være ansat hos en virksomhed, med

312. Dommen er optrykt i NRt 1995.1460 NoH og i NDS 1995.607 NoH. Af litteratur herom se *Lennart Lyngge Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og Mellemmænd*, 2001, s. 182, Jens Evald: *Retsmisbrug i formueretten*, 2001, s. 300, *Kai Krüger: Norsk Kjøpsrett*, 1999, s. 194 og *Jo Hov: Avtaleslutning og ugyldighet*, 1998, s. 264. *Hov* diskuterer dommen i relation til spørgsmålet om illoyalitet kan være en selvstændig ugyldighedsgrund, men afviser et sådant selvstændigt grundlag.

313. I dag vil generalklausulen i aftalelovens § 36 tillige ramme den uagtsomme fortielse.

314. Se af samme opfattelse i svensk ret *Christina Hultmark: Kontraktsbrott vid köp av aktie*, 1992, s. 259 f og 286.

hvem udstederen har en kontraktrelation og dermed en loyalitetsforpligtelse, jævnfør Fuldmægtig-dommen.³¹⁵

(vii) *Transaktionsformen*. I relation til ugyldighedsvurderingen gør det ingen forskel, hvorvidt handlen afvikles som en direkte transaktion eller en markedstransaktion via mellemmand, jævnfør Dr. Hartmann-, Fuldmægtig- og Kiksfabrik-dommen.³¹⁶

(viii) *Videnbegrebet*. Videnbegrebet er objektiveret. Det betyder, at insiderens subjektive vurdering af den omhandlede viden er uden betydning. Afgørende er, hvilken betydning en bonus pater-investor vil tillægge den pågældende viden, jævnfør Konsul Øien-dommen.

(ix) *Usikker viden*. Er der tale om usikker viden anvendes en sandsynlighed-omfang test til at fastlægge, hvorvidt den omhandlede viden er af bestemmende karakter, jævnfør Konsul Øien-dommen. Sandsynlighed-omfang vurderingen betyder, at såfremt der foreligger en høj grad af sandsynlighed for en bestemmende begivenheds indtræden, vil viden herom være omfattet af den loyale oplysningspligt. Herudover kan sammenhængen imellem de to parametre efter omstændighederne medføre oplysningspligt i tilfælde, hvor sandsynlighedsgraden er knap så høj,³¹⁷ men hvor begivenhedens indtræden vil være af væsentlig betydning for ydelsens værdi, jævnfør Konsul Øien-dommen.

(x) *Investeringsrisiko contra fortielser*. Der sondres imellem investeringsrisikoen og risikoen for insiderens fortielser. Med investeringsrisikoen forstås den generelle risiko ved at handle med værdipapirer. Denne risiko må bæres af aftaleparterne hver især. Dette er imidlertid ikke det samme som, at løftegiver skal bære risikoen for at blive besvæget eller udsat for culpøs adfærd ved insiderens fortielse. Denne risiko pålægges, uanset hvilket marked der tales om, den ondtroende løfte-modtager, jævnfør Fuldmægtig-dommen.³¹⁸

315. Se nærmere herom ovenfor i afsnit 3.6.5. For samme opfattelse i svensk ret se *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 262 f.

316. For samme opfattelse i svensk ret se *Christina Hultmark*: Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992, s. 266 og 286.

317. Begivenhedens indtræden må dog stadig være overvejende sandsynlig.

318. Samme formulering af ugyldighed som en risikoplacering genfindes hos *Kai Krüger*: Norsk kontraktsrett, 1989, s. 268.

Kapitel 5

Fortielser i købe-/obligationsretten

5.1 Indledning

I købe-/obligationsretten behandles fortielser i grundsætningen om sælgerens loyale oplysningspligt, der vedrører udvekslingen af information forud for aftaleindgåelsen. Hensigten er at sikre en vis paritet i kontrahenternes informationsgrundlag.³¹⁹ Pligten antages i dag at være en del af såvel obligationsrettens almene som specielle del, og betragtet i fugleperspektiv udgør den blot én blandt flere pligter, der alle udspringer af samme tankegang – obligationsrettens loyalitetslære.

Et væsentligt karakteristika ved det moderne samfunds udvikling er den hyppige udveksling af formuegoder og tjenesteydelser som grundelement i samfundsökonomien. Herved er der opstået et samfundsmæssigt behov for at beskytte individerne og dermed i sidste ende omsætningen. Et af rettens svar har været udviklingen af en loyalitetspligt med direkte reference hertil i form af den obligationsretlige loyalitetslære.³²⁰ Læren udtrykker i sin enkelthed blot en pligt til hensynsfuld adfærd. Ved den generelle udformning tydeliggøres grundsætningens moralsk/etiske sigte: at individet bør tage hensyn til andre end sig selv. Samtidigt kan det ses, at læresætningen ikke er af nyere dato, og at den genfindes i mange varianter af både etisk, religiøs og retlig karakter. Snarere udgør læren en grundpille i den menneskelige civilisations udvikling: hvor individet vælger at leve i sameksistens med andre, må egeninteressen til tider vige for hensynet til de øvrige individer og hermed til sameksistensen. Mange af de regler, vi i vores samfund underlægger os, udspringer netop af denne grundlæggende afvejning af forholdet individ-individ og individ-samfund. Så forskellige kodeks som, at man ikke må køre bil i spirituspåvirket tilstand, at man ikke må være sin partner utro, og at man ikke må prismærke en vare forkert, er således alle udtryk herfor.

319. Se nærmere om argumenterne bag samt hensigten med den loyale oplysningspligt *Christina Hultmark*: Upplysningsplikt vid ingående av avtal, 1993, s. 10 ff.

320. Om loyalitetslærens historik, se *Jens Evald*: Retsmisbrug, 2001, s. 269 ff, *Erik Anners*: Den europeiske rettens historie, 1995, s. 253 f, *Carl Jacob Arnholm*: Privatrekt I – Almindelig privatrekt, 1964, s. 129 f, *Ragnar Knoph*: Til kontraktsrettens almindelige del, TfR 1937, s. 63, *samme*: Udviklingslinjer i moderne formueret, 1934.

5.2 Om obligationsrettens loyalitetslære

Obligationsrettens loyalitetslære har karakter af en egentlig retsgrund-sætning. Den udtrykker herved en styrende obligationsretlig lære/argu-mentationsform, hvorefter retsordenen ikke accepterer illoyal ad-færd.³²¹ Med dette udgangspunkt har teori og retspraksis med tiden de-duceret mere konkrete udslag, hvorved et betydeligt materielt indhold har krystalliseret sig. Af centrale obligationsretlige loyalitetskonstruk-tioner bør i dag fremhæves passivitetslæren, retsmisbrugslæren,³²² tabsbegrænsningspligten, sælgers loyale oplysningspligt og loyalitets-pligten i kontrakt.³²³ Retsgrundsætningernes fælles ophav er særligt ty-deligt ved en opstilling af det retlige indhold:

- *Passivitetslæren*: En person er pligtig at reagere/reklamere, hvor ri-melig hensyntagen til en anden part kræver det.³²⁴

321. Jævnfør for dansk rets vedkommende blandt andre *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 30, 34, 190, *Bernhard Gomard*: Obligationsret, Del 1, 1998, s. 44 ff, samme i Obligationsretten i en nøddeskal I, 1972, s. 37 ff, *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og mellemmand, 2001, s. 424 ff, *Stig Jørgensen*: Kon-traktsret II, 1971, s. 32 og *Henry Ussing*: Obligationsretten, Alm. Del, 1967, s. 23 f og *Palle Bo Madsen*: Aftalefunktioner, s. 72-80.

322. Se dog Jens Evald: Retsmisbrug, 2001, særligt s. 267 og 301, der argumenterer for en selv-stændig retsmisbrugsregel af systematiske hensyn. Som illustration af loyalitetstankegan-gens forgreninger synes det dog berettiget at medtage retsmisbrug i nærværende sammen-hæng.

323. I teorien fremhæves endvidere en vejledning- og frarådningspligt, som et udslag af den al-mindelige loyalitetsgrundsætning. Se særligt herom Mads Bryde Andersen/Joseph Lookof-sky: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 65 samt Betænkning 1133/1988, s. 43. Se i samme retning Jacob Nørager-Nielsen/Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 719.

324. Passivitetslæren tvedeles normalt i en retsstiftende henholdsvis retsfortabende passivitet. Hertil kommer tillige tre andre retsvirkninger i form af en indholdsmæssig, fortolknings-mæssig og en processuel påvirkning af retsforholdet. Om retsstiftende passivitet se blandt andre *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 218 ff, *David Moalem*: Retsstiftende passivitet, Juridiske Emner, 2001, s. 92 ff, *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler & Mellemmand, 2001, s. 97 ff, *Bernhard Gomard*: Almindelig Kontrakts-ret, 1996, s. 116, samme: Forholdet mellem erstatningsregler i og uden for kontrakt, 1958, s. 91 ff, *Torsten Iversen*: Støtteerklæringer, 1994, s. 63 ff, *Stig Jørgensen*: Kontraktsret Bind I, 1971, s. 66 f og 184 ff, *Hjalmar Karlgren*: Passivitet, 1995, *Ulf Cervin*: Om passivitet inom civilrätten, 1960, *Henry Ussing*: Aftaler, 1950, s. 42, 105, 251 ff, 268, 299 f, 337 f, 399, 429 ff, *Carl Bang*: UfR 1944B, s. 101. Om retsfortabende passivitet se blandt andre *Jens Ravn-kilde*: Passivitet, 2002, *Bo von Eyben m.fl.*: Lærebog i obligationsret, Bind II, 2000, s. 163 ff, *Jens Valdemar Krenchel*: Om retsfortabende passivitet, UfR 2000B, s. 180, *Bernhard Go-mard*: Obligationsret 3. del, 1993, s. 221 ff, *Carl Jacob Arnholm*: Tre udsnitt av den alminde-lige privatrett, 1975, samme: Passivitetsvirkninger, 1932.

- *Retsmisbrugslæren*: Udøvelsen af en tildelt ret skal ske med rimelig hensyntagen til den forpligtede.³²⁵
- *Tabsbegrænsningspligten*: Den erstatningsberettigede er pligtig at reducere sit tab af hensyn til den erstatningspligtige.³²⁶
- *Sælgers loyale oplysningspligt*: Ved aftaleindgåelse må en sælger ikke retsstridigt udnytte en informationsfordel på bekostning af køberen.
- *Loyalitetspligten i kontrakt*: Aftaleparter er pligtige at optræde hensynsfuldt over for hinanden.³²⁷

Når retsordenen har udviklet så betydningsfulde ulovregulerede loyalitetsforpligtelser, er det som nævnt en refleksion af synet på forholdet individ-individ og individ-samfund. Tendensen er klar. Fra udgangspunktet i partsautonomien har obligationsretten bevæget sig i retning af en mere samfundsorienteret indfaldsvinkel. Udviklingen beskrives normalt som den objektiverende tendens, hvorved forstås at retsanvendelsens fokus har forrykket sig fra parternes subjektive vilje i retning af, hvad samfundet betragter som acceptable adfærdsnormer.³²⁸ Jørgensen

325. Se herom blandt andre *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 474 ff, *Kristoffer Aasebo*: Saklighedskrav til forretningsaftaler i et marked med rettslige etablerings-sperrer, TfR 2001.789 ff, *Erik Werlauff*: "Anmeldelse af Jens Evald: Retsmisbrug", Ju 2002.137, *Jens Evald*: Retsmisbrug, 2001 med yderligere henvisninger, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001, s. 425 ff, *Erik Werlauff*: Selskabsmasken, 1991, *Jan Pedersen*: Skatteudnyttelse, 1989, *Stig Jørgensen*: Retsmisbrug i nordisk ret, Lov og Rett, 1977, s. 177 ff, *N. P. Madsen-Mygdal*: Magtfordrejningsproblemer i civilretten, Festskrift til Henry Ussing, 1951, s. 348 ff.

326. Se herom blandt andre *Torsten Iversen*: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 148 ff og 691 ff, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 264 ff, *Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner*: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 207 ff og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 47, samme: Obligationsret, 2. del, 1995, s. 51 f og 186 f.

327. Se herom blandt andre *Mads Bryde Andersen*: Grundlæggende aftaleret, 2002, s. 472 ff, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 70 f og *Bernhard Gomard*: Obligationsret 1. del, 1998, s. 45.

328. Om formuerettens objektivering, se blandt andre *Erik Werlauff*: "Anmeldelse af Jens Evald: Retsmisbrug", Ju 2002.137, *Jens Evald*: Retsmisbrug, 2001, s. 267 ff, *Mads Bryde Andersen* i U2001B, s. 121, *David Moalem*: Retsstiftende passivitet, Juridiske Emner 2001, s. 104, *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 41 f, *Jens Schovsbo*: Immaterialretsaftaler – fra kontrakt til status i kontraktsretten, 2001, s. 12 ff, *Vibe Ulfbeck*: Kontrakters relativitet, 2000, særligt s. 50 f, 58 og 79 ff, *Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner*: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 56 ff, *Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og mellemmænd, 2001, s. 424, *Halfdan Kragh Jespersen/Asbjørn Grathe*, Solidaritet, 1996, s. 37 og 100, *Palle Bo Madsen*: Aftalefunktioner, 1983, s. 5 og 73, *Henry Ussing*, Obligationsretten, Alm. Del, 1967, s. 24, *Knud Illum*: Om tilfælde eller fast regres i panteretsforhold, UfR 1953B, s. 61 og *Carl Torp*: Nogle Bemærkninger om Retsstridighedsspørgsmålet, TfR 1928, s. 244.

har for næsten to årtier siden formuleret brydningsfeltet på følgende måde: “Den almindelige privatretlige sammenhæng med udgangspunkt i friheds- og viljesprincippet brydes med den moderne socialstatslige tankegang, som ikke alene modificerer viljesprincippet med omsætningsinteressen og forventningsprincippet, men tillige med lighedsprincippet og samfundets beskyttelse af dem, som befinder sig i en svagere strategisk position.”³²⁹

Et komparativt vue over de nordiske og europæiske retssystemer, føderal amerikansk ret samt de internationale civilretlige kodifikationer tegner et billede af loyalitetslæren som en universel obligationsretlig tankegang. Et gammelt citat af *Lassen* synes i denne sammenhæng rammende: “Skjøndt den danske Obligationsret i det væsentlige er af national karakter, er det dog saa, at dens Hovedsætninger faktisk i stort Omfang falde sammen med almindelig europæisk-amerikansk Ret. Overhovedet gjælder det for intet almindeligt Retsomraade saameget som for Obligationsretten, at de ledende Grundsætninger faktisk ere fælles i de forskjellige Landes Retsforfatninger”.³³⁰

I et *skandinavisk* perspektiv hviler loyalitetslæren i høj grad i obligationsrettens almene del som en almindelig uskreven retsgrundsætning. Man har ikke fundet det nødvendigt med en egentlig kodifikation af læren. For svensk rets vedkommende blev der dog taget et spædt skridt hertil tilbage i 1976. I den svenske købelovsbetænkning SOU 1976:66³³¹ foresloges, at der i købelovens § 1 indsattes en udtrykkelig loyalitetsregel, hvorefter “Köpeavtal skall tolkas och tillämpas med beaktande av tro och heder samt god affärssed”.³³²

Udviklingen af den skandinaviske loyalitetslære synes (naturligt nok) at have hentet megen inspiration fra *tysk ret*. I Tyskland udvikledes læren særligt fra begyndelsen af forrige århundrede med “hjemmel” i BGB § 242 om “Treu und Glauben”:

Af nordisk litteratur se *Christina Hultmark*, Upplysningsplikt vid indgående av avtal, 1993, s. 78, *Hjalmar Karlgren*: Passivitet, 1965, s. 8, *Ulf Cervin*: Om passivitet inom civilrätten, 1960, s. 180 ff, *Ragnar Knoph*: Udviklingslinjer i moderne formuerett, 1934, s. 45 f, samme: Til kontraktsrettens almindelige del, TfR 1937, s. 63, *Fredrik Stang*: Innledning til Formueretten, 1935, s. 244 ff, samme: Nogen Fremskridtslinjer i den nordiske Fælleslovgivning paa Formuerettens Omraade, særtryk, 1926, samme: Avtalelovens § 33, TfR 1930, s. 56.

329. Se *Stig Jørgensen*, Kvalitetskriterier i Retsvidenskaben, Arbejdsretligt Tidsskrift, 1985, s. 16.

330. Se *Julius Lassen*: Haandbog i Obligationsretten – Almindelig Del, 1892, s. 20.

331. Ophavsmanden hertil var *Jan Hellner*.

332. Formuleringen er tydeligvis inspireret af BGB § 157.

§ 242. Der Schuldner ist verpflichtet, die Leistung so zu bewirken, wie *Treu und Glauben* mit Rücksicht auf die Verkehrssitte es erfordern.

Kodifikationer af loyalitetslæren findes også i de fleste andre europæiske retssystemer³³³ samt i det *amerikanske* retssystem. Efter føderal amerikansk ret kommer læren blandt andet til udtryk i Restatement of Contracts (second) § 205:

§ 205. Every contract imposes upon each party a duty of good faith and fair dealing in its performance and its enforcement.

Som følge af loyalitetspligtens udbredelse i de nationale retssystemer genfindes den også i de europæiske og internationale tiltag, der til stadighed pågår til harmonisering af civilretten. I denne sammenhæng skal særligt *PICC*³³⁴ og *PECL*³³⁵ fremhæves. Kodifikationerne forsøger at opstille internationale regler om indgåelse, fortolkning og opfyldelse af kontrakter på privatrettens område. *PICC* indeholder i artikel 1.7 en bestemmelse med følgende indhold:

1.7. (1) Each party must act in accordance with *good faith and fair dealing* in international trade. (2) The parties may not exclude or limit this duty.

333. Se hertil Holland, Civil code art. 6:2 og 6:248, Frankrig, Belgien og Luxembourg: Code Civil Art. 1134, Italien: CC Art. 1375. Kodifikationer af loyalitetslæren findes ligeledes i Spanien, Portugal og Grækenland. England tilslutter sig derimod ikke en almindelig loyalitetspligt, men har ikke desto mindre udviklet mange specifikke loyalitetsregler. Se i det hele om loyalitetspligten i den europæiske formueret *Reinhard Zimmermann/Simon Whittaker: Good Faith in European Contract Law*, 2000. Bogen er det første værk fra det såkaldte *Common core project*, hvis formål er at afdække de privatretlige fællestræk EU-landene imellem.

334. *PICC* (Principles for International Commercial Contracts) er udarbejdet af Unidroit. Unidroit er en uafhængig international organisation, hvis formål defineres således: "...to examine ways of harmonising and co-ordinating the private law of States and of groups of States, and to prepare gradually for the adoption by States of uniform rules of private law. Danmark repræsenteres i organisationen af professor, dr.jur & econ, Ole Lando. Unidroit Principles er i nordisk teori omtalt af bl.a. *Jan Hellner: UNIDROIT's principer för internationella avtal*, i Jan Rosén (red.) *Lex ferenda*, 1996, s. 71-83, *Jan Ramberg: Lex mercatoria rediviva*, i Jan Rosén (red.) *Lex ferenda*, 1996, s. 181-93, *Johnny Herre: Ersättningar i köprätten – särskilt om skadeståndsberäkning*, 1996, s. 43.

335. *PECL* (The principles of European Contract Law) er udarbejdet af "The commission on European Contract Law" – en i 1982 sammensat uafhængig arbejdsgruppe med økonomisk støtte fra blandt andre EU-Kommissionen. Formålet er at udarbejde et forslag til en europæisk civilretlig lovbog. Kommissionens danske repræsentant og præsident er professor, dr.jur & econ, *Ole Lando*. Af litteratur se *Ole Lando/Hugh Beale: Principles of European Contract Law Parts I & II*, 2000. *PECL* er ligeledes omtalt af *Ole Lando: Why codify the European Law of contract?*, *European Review of Private Law* 1997, s. 525 ff og samme: *En europæisk lovbog på formuerettens område*, *Julebog* 1996, s. 9-21.

I Unidroits kommentarer understreges det, at “*Good faith and fair dealing*” er en fundamental og styrende tankegang. Der er således adskillige artikler, som enten direkte eller indirekte udtrykker loyalitetspligten.³³⁶ Ved at medtage den generelle forpligtelse i artikel 1.7 slås det imidlertid fast, at selv i mangel af en specialbestemmelse skal parternes adfærd fra de indledende faser til kontraktsindgåelsen og videre til opfyldelsen ske under iagttagelse af loyal adfærd. *PECL* indeholder i artikel 1.201 en bestemmelse af samme ordlyd og indhold som *PICC*. Loyalitetslæren (*Good faith*) genfindes ligeledes i Uniform Commercial Code, hvor begrebet defineres i § 1-201(19) som “*honesty in fact in the conduct or transaction concerned.*”³³⁷

I dag har loyalitetslæren udviklet sig til at udfylde en central position i den obligationsretlige begrebsverden. Læren influerer på bedømmelsen af alle retsforholdets stadier, det vil sige før, under og efter aftaleindgåelsen. Således antages det, at loyalitetspligten allerede opstår forinden aftaleindgåelsen, hvorfor man tillige kan tænke sig retsvirkninger, selvom bestræbelserne på at indgå en kontrakt ikke bærer frugt – det såkaldte prækontraktuelle ansvar.³³⁸ Foruden ugyldigheds-, misligholdelses- og erstatningsvirkning påvirker loyalitetsbetragtninger i dag tillige fortolkningen og udfyldningen af retsområdet.³³⁹

336. Se eksempelvis artiklerne: 2.4(2)(b), 2.15, 2.16, 2.18, 2.20, 3.5, 3.8, 3.10, 4.1(2), 4.2(2), 4.6, 4.8, 5.2, 5.3, 6.1.3, 6.1.5, 6.1.16(2), 6.1.17(1), 6.2.3(3)(4), 7.1.2, 7.1.6, 7.1.7, 7.2.2(b)(c), 7.4.8 og 7.4.13.

337. Om EU-harmoniseringen se *Christina Tvarnø*: EU – det indre marked og aftaleretlig harmonisering, UfR 2002B, s. 51, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Nationale aftaleregler og EU-integration: Problemer og løsningsmodeller i UfR 2002B, s. 21, *Peter Arnt Nielsen*: Danmarks civilretlige EU-isolation i Lov&Ret 2002:4, s. 8, *Thomas Wilhelmsson*: Europeiseringen av Privaträtten, TfR 2001, s. 1 og *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 35.

338. Se herom *Jens Evald*: Retsmisbrug, 2001, s. 274, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 30, *Bernhard Gomard*: Obligationsret I, 1998, s. 44 ff, samme i Obligationsretten i en nøddeskal I, 1972, s. 37 ff, *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen*: Aftaler og mellemmand, 2001, s. 425 f. For en selvstændig behandling af det prækontraktuelle ansvar, se særligt *Lasse Simonsen*: Prekontraktuelt ansvar, 1997.

339. Loyalitetslæren indtager også en stadig større rolle i de obligationsretlige specialdiscipliner. Illustrerende er kautionsretten, hvor *Hagstrøm* har antaget, at loyalitet spiller en stadig større rolle. Se *Viggo Hagstrøm*: Kausjonsretten i forandring, Rettsteori og rettsliv - Festskrift til Carsten Smith, 2002, s. 363 ff.

5.3 Misligholdelseslærens systematik

I købe- og obligationsretten behandles sælgerens fortielser i den obligationsretlige misligholdelseslære. En måde at inddele denne lære på er at opstille tre bærende søjler. I den første søjle behandles spørgsmålet, om der foreligger en misligholdelse? Den anden søjle vedrører spørgsmålet om udelukkelse, bortfald eller indskrænkning af misligholdelsesbeføjelserne og i den tredje søjle vurderes, hvilke misligholdelsesbeføjelser der kan påberåbes. Misligholdelseslæren kan herefter opstilles som følger:

Søjle I:

Spørgsmål: Foreligger der misligholdelse?

Parametre: Ydelsen skal præsteres

- (i) i rette tid
- (ii) på rette sted
- (iii) i rette stand
- (iv) i rette mængde
- (v) således at medkontrahenten får den forudsatte retlige råden

Søjle II:

1. spørgsmål: Er misligholdelse udelukket?

Tilfælde: Misligholdelse udelukkes ved

- (i) fordringshaverns
- (ii) hændelig begivenhed, som fordringshaver bærer risikoen for
- (iii) standsningsret
- (iv) bagatelagtig misligholdelse
- (v) nødværge (strfl. § 13), nødret (strfl. § 14) og lignende tilfælde

2. spørgsmål: Bortfalder eller indskrænkes misligholdelsesbeføjelserne?

Tilfælde: Misligholdelsesbeføjelserne kan bortfalde eller indskrænkes ved

- (i) manglende reklamation
- (ii) passivitet

- (iii) debtors afhjælpningsret
- (iv) realkreditors undersøgelsespligt
- (v) det modtagne kan ikke tilbageleveres i samme stand/mængde
- (vi) kreditkøb (bortfald af hævebeføjelsen efter overgivelse)
- (vii) tabsbegrænsningspligten

Søjle III:

Spørgsmål: Hvilke misligholdelsesbeføjelser kan påberåbes?

Beføjelser: Efter omstændighederne

- (i) standsningsret (retentionsret)
- (ii) tilbageholdsret (detentionsret)
- (iii) tilbagelevering af ydelse (restitution)
- (iv) naturalopfyldelse (afhjælpning, omlevering, efterlevering)
- (v) forholdsmæssigt afslag
- (vi) hæve
- (vii) erstatning

Denne systematik ligger til grund for den følgende analyse. Ved misligholdelsesvurderingen efter *den første søjle* behandles fortielser som et spørgsmål, om ydelsen er præsteret i rette stand, det vil sige som en underkategori af de faktiske mangler.

For så vidt angår kategoriseringen i *den anden søjle*, skal det fremhæves, at der her foreligger en vis teoretisk uenighed om systematiseringen. Et for afhandlingen centralt eksempel på den divergerende systematik vedrører spørgsmålet om køberens undersøgelsespligt, jævnfør princippet i købelovens § 47. Efter sin ordlyd vedrører købelovens § 47 tilfælde, hvor der *er* konstateret en mangel, jævnfør formuleringen “kan han ikke påberåbe sig mangler”. Heri ligger begrundelsen for, at spørgsmålet om køberens undersøgelsespligt er valgt rubriceret som en bortfaldsgrund. Da spørgsmålet uomtvisteligt knytter sig tæt til selve mangelsbedømmelsen, behandler flere forfattere dog i stedet undersøgelsespligten i tilknytning hertil.³⁴⁰

340. Se Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 119 og kritikken hos Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 72 i småtrykket.

Et for afhandlingen knap så centralt stridspunkt vedrører rubriceringen af *fordringshavermora*. Fordringshavermora foreligger, såfremt fordringshaverens forhold bevirker, at debitor hindres i at frigøre sig ved at præstere sin ydelse. Den traditionelle teori har (som her) valgt at kategorisere denne situation som en misligholdelsesudelukkelsesgrund. Det vil sige, at debtors manglende præstation i så fald ikke udgør misligholdelse.³⁴¹ Nyere teori har derimod valgt at kategorisere fordringshavermora som en misligholdelse i sig selv. Det vil sige, at kreditor (fordringshaveren) er i misligholdelse over for debitor.³⁴² I så fald må overtrædelsen formuleres som kreditors misligholdelse af sin medvirkenpligt ved leveringen. Kategoriseringen har afgørende betydning for retsvirkningerne af fordringshavermora. Ifølge den traditionelle teori udskydes *debtors* leveringspligt, og han pålægges en omsorgspligt. *Kreditor* skal omvendt tage imod ydelsen inden rimelig tid – i modsat fald kan debitor foretage et selvhjælpssalg. Hertil kommer, at debitor kun kan få erstattet de ekstra omkostninger, der er en direkte følge af ikke at kunne levere. Anvendes den nye teori, er fordringshavermora lig misligholdelse. Det betyder, at debitor foruden naturalopfyldelse og hævebeføjelse tillige vil kunne have en ret til at bortskaffe genstanden. En sådan adgang må tilkendes, såfremt opbevaringsomkostningerne overstiger genstandens værdi, eller genstandens værdi ikke længere giver sikkerhed for vederlaget.³⁴³ Herudover vil debitor få adgang til fuld erstatning efter reglerne om erstatning i kontrakt (herunder også for følgeskader). Om end man kan fatte sympati for den nyere teori, er det usikkert om denne udtrykker gældende ret, og der foreligger, så vidt vides, endnu ikke retsafgørelser til støtte herfor.

Systematiseringen af misligholdelseslæren i de tre søjler ligger som nævnt til grund for afhandlingens analyse af sælgerens loyale oplysningspligt. Som følge af det ovenfor anførte bør man dog være opmærksom på, at opdelingen kan imødegås og derfor ikke med sikker-

341. Se *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 245 f og 250 f, *Henry Ussing*: Obligationsretten – Almindelig del, 1967, s. 208 og *Paul Krüger Andersen m.fl.*: Dansk Privatrecht, 1999, s. 162.

342. Se *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 189 ff. Som påpeget af forfatterne, vil en sådan rubricering stemme overens med reglerne i CISG samt de nye nordiske købelove, jævnfør herom *Jan Ramberg & Johnny Herre*: Köplagen, 1995, s. 503 ff.

343. Se herom *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 278 ff.

hed kan siges at udtrykke gældende ret. Under den første søjle falder indholdet af den loyale oplysningspligt i afsnit 3.6 og 5.4. Den anden søjle behandles i afsnit 5.6 om udelukkelse, bortfald eller indskrænkning af køberens misligholdelsesbeføjelser. Endelig behandles den tredje søjle i afsnit 5.7 om hvilke misligholdelsesbeføjelser, køber kan påberåbe sig ved insiderhandel.

5.4 Oplysningspligtens historie

Sælgerens loyale oplysningspligt blev i dansk ret særligt udviklet i midten af forrige århundrede. Frøene var dog blevet sået et årti tidligere. I førsteudgaven af “Køb” fra 1939 havde *Ussing* antaget, at det ved køb af fast ejendom var “...rimeligt at forlange en vis Loyalitet fra Sælgerens Side. Sælgeren må gøre Køberen opmærksom paa Fejl, han kender, og paa andre ham kendte Forhold, der forringer Ejendommen for Køberen”.³⁴⁴ I det efterfølgende småtryk udvidedes denne forsætstankegang med en culpabetragtning, idet der “...i Almindelighed ikke antages at foreligge en relevant Mangel, naar Sælgeren hverken kendte Svampangrebet eller havde Grund til Mistanke derom...”. Sagt på anden vis tillægges sælgerens subjektive forhold (manglende skyld) betydning i forhold til mangelsbedømmelsen. Der skulle dog forløbe endnu et årti, førend den retsteoretiske debat for alvor kom i gang. Blandt andet med udgangspunkt i (og analogi fra) købelovens § 42 (species/løsøre) diskuteredes dels, hvorvidt der overhovedet kunne antages at bestå en loyal oplysningspligt, og dels hvordan en sådan retligt skulle subsummeres. Købelovens § 42 indeholdt dengang (som nu) følgende opregning af retsgrundlag og retsvirkninger:

§ 42. Angår købet en bestemt genstand, og lider denne af en mangel, kan køberen hæve købet eller kræve et forholdsmæssigt afslag i købesummen. Må mangelen anses som uvæsentlig, er køberen dog ikke berettiget til at hæve købet, medmindre sælgeren har handlet svigagtigt.

Stk. 2. Savnede genstanden ved køkets afslutning egenskaber, som må anses tilsikrede, eller er manglen efter køkets indgåelse forårsaget ved sælgerens forsømmelse, eller har sælgeren handlet svigagtigt, kan køberen kræve skadeserstatning.

344. *Henry Ussing: Køb*, 1. udgave, 1939, s. 162.

Efter ordlyden kan følgende skema over retsgrundlaget for og retsvirkningerne af købelovens § 42 opstilles:

KØBELOVENS § 42	
Retsgrundlag	Retsvirkning
Mangel (bestemmende)	forholdsmæssigt afslag
Væsentlig mangel	forholdsmæssigt afslag + hæve
Tilsikring	erstatning
Efterfølgende forsømmelse	erstatning
Svig	forholdsmæssigt afslag + hæve + erstatning

Som fremgået regulerer købelovens § 42 ikke spørgsmålet om sælgerens loyale oplysningspligt, men da loven ikke er udtømmende, antages retsanvendelsen at stå frit. En væsentlig del af diskussionen havde, i tråd med *Ussing*, handelen med fast ejendom som omdrejningspunkt, hvilket skyldtes, at det var retspraksis herom, der til at begynde med havde ansporet debatten. Forfatterne hentede dog i vidt omfang tankegods i obligationsrettens almene del og i reglerne om løsørekøb, hvorfor den udviklede retstilstand antoges at have generel betydning. Illustrativ for denne gensidige påvirkning imellem obligationsrettens almene og specielle del er, at *Ussing* i førsteudgaven af “Køb” udelukkende behandlede sælgerens loyale oplysningspligt i specialkapitlet om Køb af fast Ejendom (§ 20).³⁴⁵ I de senere udgaver var loyalitetspligten derimod også at finde i kapitlet om mangelsbegrebet ved løsørekøb (§ 15).³⁴⁶ Efterhånden var det da også generelt antaget, at sælger i almindelighed havde en loyal oplysningspligt over for køber.³⁴⁷

345. Se *Henry Ussing: Køb*, 1939, s. 158 ff.

346. Se eksempelvis *Henry Ussing: Køb*, 1967, s. 124 f.

347. Se hertil særligt *Anders Vinding Kruse: Ejendomskøb*, 1954, s. 74 ff, *P. Spleth: Mangelsbegrænsninger*, TfR 1947, s. 154, *samme: Mangelsbegrebet*, UfR 1955B, s. 61, *samme: Spredte bemærkninger om misligholdelse af ejendomskøb*, UfR 1962B, s. 213, *Stig Jørgensen: Om mangelsbegrebet ved køb og salg af brugt løsøre med særlig henblik på køb af brugte automobiler*, UfR 1951B, s. 272, *Henrik Tamm: Om mangler ved overdragelse af forretninger o. l.*, UfR 1955B, s. 153, *Knud Illum: Anmeldelse af Misligholdelse af Ejendomskøb* (af Anders Vinding Kruse), UfR 1954B, s. 316, *Thøger Nielsen: Et bidrag til diskussionen om misligholdelse af ejendomskøb*, UfR 1955B, s. 233.

Kampen stod i stedet om den retlige subsumtion af retsgrundlaget, hvor kardinalpunktet var, om pligten skulle indfortolkes i mangelsbegrebet, eller om den skulle subsummeres som et selvstændigt ansvarsgrundlag. *Spleth* var fortaler for pligtens tilknytning til mangelsbegrebet.³⁴⁸ Hans konstruktion var at lade oplysningspligten påvirke mangelsbegrebet således, at en defekt, der “ikke normalt måtte anses som en mangel”, alligevel blev anset som en sådan, såfremt sælgeren havde fortiet en bestemmende viden. Pligtens opståen formulerede han dog i den klassiske culpaansvarsterminologi, det vil sige, som en pligt til at oplyse “om defekter..., som han kendte eller burde kende...”³⁴⁹ Retsvirkningen var, at køberen enten fik ret til forholdsmæssigt afslag eller erstatning. *Spleth* fandt en vis støtte for sin argumentation hos *Ussing*, der som nævnt ovenfor, havde formuleret en konstruktion, hvorefter culpa (mangel herpå) i visse tilfælde kunne have en afgørende betydning for mangelsbedømmelsen. Det er i realiteten denne (mere løse) tankegang, som *Spleth* “vender på hovedet” og bygger videre på ved opstillingen af den faste regel om culpøse fortielser.

Vinding Kruse opponerede imidlertid imod tilknytningen til mangelsbegrebet. Om subsumptionen udtalte han oprindeligt følgende: “Det er imidlertid et spørgsmål, om det er formålstjenligt, endsige rigtigt, at medtage sælgerens subjektive forhold, således som det kommer til udtryk i den anførte “loyale oplysningspligt”, som *et led i selve mangelsbegrebet*”.”³⁵⁰ *Vinding Kruse* kategoriserede i stedet sælgerens loyale oplysningspligt som et selvstændigt erstatningsgrundlag, med henvisning til, at dette stemte bedst overens med hovedtendensen i retspraksis.

Med tiden blev den teoretiske uoverensstemmelse snarere af terminologisk end af reel retlig karakter. *Spleth* anskuede oplysningspligten som en del af mangelsbegrebet, men antog at overtrædelse tillige hjemlede et erstatningsansvar. *Vinding Kruse* anskuede oplysningspligten som et ansvarsgrundlag, men antog samtidig, at oplysningspligten kunne påvirke mangelsbegrebet. Det er antageligt denne erkendelse, der førte til, at *Vinding Kruse* i sine senere udgaver af “Ejendoms køb” afsluttede referencen til diskussionen mellem *Spleth* og sig på følgende

348. Se *P. Spleth*: Mangelsbeføjelser, TFR 1947.154, *samme*: Mangelsbegrebet, UfR 1955B, s. 61, *samme*: Spredte bemærkninger om misligholdelse af ejendoms køb, UfR 1962B, s. 213.

349. Se *P. Spleth*: Mangelsbegrebet, UfR 1955B, s. 67.

350. Se *Anders Vinding Kruse*: Ejendoms køb, 1. udgave, 1954, s. 75.

afvæbnende måde: “Hvad der imidlertid for mig var og er hovedsagen, er, at sælgerens tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt i alle tilfælde bør behandles som et *egentligt erstatningsgrundlag* og ikke blot som et grundlag for at kræve forholdsmæssigt afslag”.³⁵¹

Denne konklusion udtrykker i dag den almindelige opfattelse af oplysningspligten. Det vil sige, at en tilsidesættelse af den loyale oplysningspligt dels udgør et ansvarsgrundlag og dels udgør en mangel. Opfattelsen har da også siden hen fundet sin kodifikation i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3 (mangel) og § 80, stk. 1, nr. 3 (erstatning), for så vidt angår forbruger køb. På trods af placeringen i købelovens forbrugerkapitel udtrykker kodifikationerne indholdet af den almindelige retsgrundsætning.³⁵²

§ 76, stk. 1, nr. 3. Der foreligger en mangel ved salgsgenstanden, hvis sælgeren har forsømt at give køberen oplysning om forhold, der har haft betydning for køberens bedømmelse af genstanden, og som sælgeren kendte eller burde kende.

§ 80, stk. 1, nr. 3. Lider køberen tab som følge af en mangel, kan han kræve skadeserstatning, hvis sælgeren har forsømt at give køberen oplysning om en mangel, som han kendte eller burde kende.

Bestemmelserne blev indført i forbindelse med, at købeloven i 1979 fik tilføjet sit selvstændige forbrugerkapitel.³⁵³ Eftersom *Vinding Kruse* var formand³⁵⁴ for Købelovudvalget, er det ikke overraskende, at dette i sin betænkning af 1978 om forbruger køb udtalte følgende om sælgerens loyale oplysningspligt:

”Det antages efter den gældende retstilstand, at en sælger har en såkaldt loyal oplysningspligt, hvorefter han må oplyse køberen om alle forhold og fejl vedrørende det solgte, som han kender eller burde kende, og som han må antage er af væsentlig betydning for køberens bedømmelse af det solgte, såfremt han ikke kan regne med, at køberen er bekendt med vedkommende forhold eller fejl. Hvis sælgeren ikke opfylder oplysningspligten, antages det, at det solgte er mangelfuldt, og at køberen har ret til erstatning.” [...] “Den foreliggende retspraksis om sælgerens loyale oplysningspligt vedrører i første række køb af fast ejendom. [...] Efterhånd-

351. Se *Anders Vinding Kruse*: Ejendomskøb, 1990, s. 109.

352. Jævnfør blandt andre *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 25 og 55, *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 159 og *Jacob Nørager-Nielsen/Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 1200.

353. Se lov nr. 147 af 4. april 1979.

354. De øvrige medlemmer var Erik Bjerregaard og Niels Pontoppidan.

den er det imidlertid blevet anerkendt, at sælgeren også ved salg af løsøre har pligt til at oplyse køberen om skjulte fejl ved salgsgenstanden. Denne udvikling er blevet understøttet ved gennemførelsen af markedsføringslovens § 3, som må antages at have en vis afsmittende virkning på den civile retlige bedømmelse.” Udvalget finder på denne baggrund, at der i og for sig ikke er behov for en særregel i forbrugerkøb om oplysningspligt. At det er et led i den almindelige mangelsdefinition, at sælgeren har en oplysningspligt, vil imidlertid fremgå indirekte af det forslag, der omtales umiddelbart nedenfor, og af, at udvalget foreslår, at sælgeren i et forbrugerkøb skal være erstatningsansvarlig for en mangel, hvis han har forsømt at give køberen oplysning om en mangel, som han kendte eller burde kende (lovudkastets § 80)”.³⁵⁵

Det er vigtigt at være opmærksom på, at den mangelskonstruktion, der kodificeredes ved købelovens § 76, stk. 1, nr. 3, ikke er helt den samme, som den *Spleth* oprindeligt fremførte. *Spleths* konstruktion var at lade oplysningspligten påvirke mangelsbegrebet således, at et forhold, der ikke var en mangel som følge af sælgerens fortielse, alligevel regnedes som en sådan. Dette ræson er svagt og bør i hvert fald af- tvinge nærmere overvejelse. Hvis et forhold ikke er en mangel, hvorfor så overhovedet tillægge en fortielse heraf betydning? I stedet bør kun fortie- lser af *bestemmende forhold* udgøre en mangel. Det er da også kun sådanne fortie- lser, der rummes i formuleringen “forhold, der har haft betydning for køberens bedømmelse af genstanden”, i købelovens § 76, stk. 1, nr. 3.³⁵⁶ Den loyale oplysningspligt betragtes i dag som et *naturalia negotii*, hvilket vil sige, at den gælder uden særlig vedta- gelse. Dette er ikke ensbetydende med, at loyalitetspligten er præcep- tiv. Det har dog den væsentlige betydning, at en sælger ikke kan und- drage sig en iagttagelse af den loyale oplysningspligt ved blot at tage et generelt formuleret forbehold såsom, at “salgsgenstanden sælges som den er og forefindes”.³⁵⁷

I dansk og øvrig skandinavisk ret har der været tradition for at son- dre mellem hoved- og bipligter i kontraktsforhold. Herved forstås plig- ten til at præstere den centrale ydelse over for de øvrige pligter som følge af kontraktrelationen, eksempelvis tilbehør samt ydelsens frugter/

355. Betænkning nr. 845 af 1978 om Forbrugerkøb, s. 32.

356. Om det obligationsretlige vidnebegræb se ovenfor i afsnit 3.6.2.

357. Se hertil blandt andre *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 75, *Bernhard Gomard*: Obligationsret I, 1998, s. 174 f, *Nils Elmélund m.fl.*: Lære- bog i dansk og international køberet, 1996, s. 120 og *Jacob Nørager-Nielsen/Søren Theilga- ard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 1159 f.

udbytte. I denne terminologi har den loyale oplysningspligt været kategoriseret som en bipligt.³⁵⁸ Der synes imidlertid at være sket et vist skred i den retsteoretiske tilslutning til sondringen mellem hoved- og bipligter. Den efter min overbevisning rigtige hovedindvending har været, at sondringen ikke har nogen reel betydning i forhold til retsvirkningerne af pligtens tilsidesættelse.³⁵⁹ Den umiddelbare systematiske og pædagogiske gevinst medfører derfor en i retlig henseende unødvendig sondring.³⁶⁰ Man kan lidt polemisk formulere det således, at man inddeler de pågældende retsspørgsmål i to kategorier, som for øvrigt behandles ens! Kardinalpunktet for vurderingen af en retsvirkning er ikke pligtens placering som hoved- eller bipligt, men i stedet betydningen af den udviste adfærd, mangel m.v. For eksempel om fortielsen er væsentlig såfremt, det er hæveadgang, der påberåbes, og denne vurdering må foretages, uanset om der er tale om en hoved- eller bipligt.³⁶¹

5.5 Loyal oplysningspligt for køber?

5.5.1 Problematikken

Som det fremgår af afsnit 5.4 (historik) ovenfor, blev den loyale oplysningspligt udviklet som en pligt for *sælger*. Herefter ansås pligten som et selvstændigt hjemmelsgrundlag i misligholdelseslæren, hvis overtrædelse udgjorde såvel en mangel som en ansvarspådragende adfærd. Det er da også naturligt at pålægge sælger en pligt til at oplyse køberen om sin ydelse. Begrundelsen herfor kan hentes i såvel risikobetragtninger som i retsøkonomien. Den, der er i besiddelse af en ydelse, har lettere ved at kende til dens egenskaber og er derved nærmest til at bære risikoen for, at ydelsen ikke lever op til normal standard. Omvendt vil køberen normalt ikke have mulighed for at foretage en grundig vurdering af ydelsen. Sammenhængende hermed vil sælgerens økonomiske omkostninger ved at kende sin egen ydelse normalt også være mindre,

358. Jævnfør Lennart Lynge Andersen/Palle Bo Madsen: *Aftaler og mellemmand*, 2001, s. 424, Jens Evald: *Retsmisbrug i formueretten*, 2001, s. 274, Bernhard Gomard: *Obligationsret I*, 1998, s. 44 ff og Stig Jørgensen: *Kontraktsret*, Bind 2, 1972, s. 32 f.

359. Se særligt Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: *Lærebog i Obligationsret I*, 2000, s. 41 ff og Jo Hov: *Aftalebrudd og partsskifte*, 1997, s. 38.

360. Om den praktiske og pædagogiske værdi af sondringen, se eksempelvis Peter Mortensen: *Landbrugsforpagtning*, 1999, s. 295 ff.

361. Sondringen mellem hoved- og bipligt kendes ligeledes ikke fra de internationale kodifikationer CISG, PICC eller PECL.

end hvis pligten pålægges køberen. Købelovens kodificering af den loyale oplysningspligt i § 76, stk. 1, nr. 3 og § 80, stk. 1, nr. 3 er i overensstemmelse hermed, idet loven kun indeholder en loyal oplysningspligt for sælger. For købers vedkommende opregner købeloven kun to former for misligholdelse – køberens forsinkelse med betalingen (§§ 28-37) og køberens manglende betalingsevne (§§ 39-41).

Baggrunden for loyalitetspligtens udvikling som *sælgerens* loyale oplysningspligt, skal sandsynligvis findes i det forhold, at det normale vel er, at sælgeren kender sin ydelse, og at køberen ikke gør det. Dette gør sig særligt gældende for fast ejendom og andre speciesgenstande, der udgjorde virkelighedsgrundlaget for udviklingen af sælgerens loyale oplysningspligt.³⁶² De problemer, der kom til pådømmelse for domstolene, og som derfor blev behandlet i den juridiske doktrin, vedrørte derved spørgsmålet om sælgerens oplysningspligt. Hertil kommer, at konstruktionen er en anden ved antagelsen om køberens oplysningspligt. Det falder de fleste naturligt, at sælger skal oplyse om sin egen ydelse. At køberen skal give sælgeren oplysninger om sælgerens ydelse, er som udgangspunkt mere problematisk, og må da også antages at være en mindre vidtgående oplysningspligt end sælgerens. Der er dog ikke tvivl om at køberen, ved informationsasymmetri, er underlagt et udnyttelsesforbud i forhold til sælger. En købers retsstridige fortielse har og vil fortsat kunne føre til tilsidesættelse af aftalen efter ugyldighedslæren. Spørgsmålet er derimod, om køberen ligeledes kan antages at have en loyal oplysningspligt efter den købe-/obligationsretlige misligholdelseslære?

5.5.2 Vurdering

Til trods for at svaret herpå må antages at være benægtende, kan der argumenteres for, at sælgerens loyale oplysningspligt bør have sin spejling i misligholdelseslæren i form af en tilsvarende oplysningspligt for køber. Støtte herfor kan blandt andet hentes i den generelle formulering af den obligationsretlige loyalitetslære som en pligt til at udvise en hensynsfuld adfærd. Loyalitetspligten fokuserer på aftaleparterne og

362. Jævnfør også for svensk rets vedkommende *Christina Hultmark*: Uplysningspligt vid ingående av avtal, 1993, s. 40 og 45. Illustrerende er, at *Hultmark* antager, at en oplysningspligt efter omstændighederne kan foreligge ved løsørehandel, hvor begge parter normalt kan være i besiddelse af en bestemmende viden om den handlede genstand. Derimod afvises købers oplysningspligt ved handel med fast ejendom, hvor normalsituationen er, at sælgeren fysisk er i besiddelse af genstanden (som han/hun normalt bebor).

ikke på køber eller sælger. En aftalepart er derfor altid underlagt en pligt til at udvise en hensynsfuld og loyal adfærd – uafhængigt af, om man er køber eller sælger. Dette kommer også til udtryk i aftaleretten, hvor retssubjekterne ikke formuleres i terminologien køber og sælger, men derimod som løftegiver og løftemodtager.

Den skarpe opdeling mellem ugyldighed og misligholdelse er desuden blevet opblødt med tiden. Oprindeligt betegnede man kun dispositioner som ugyldige, når overtrædelsen forelå i forbindelse med aftalens indgåelse, og retsvirkningen var fuldstændig restitution. Dette betød, at såfremt dispositionen var ugyldig, havde aftalen været uden retsvirkning fra begyndelsen, hvorfor medkontrahenten kunne kræve sin ydelse tilbageleveret samt erstatning for kontraheringsomkostninger (den negative kontraktsinteresse). Forskellig herfra var obligationsrettens misligholdelseslære, der oprindeligt forudsatte en gyldig indgået aftale. Fra disse udgangspunkter har de to nærmet sig hinanden i en sådan grad, at de i dag overlapper hinanden. Ugyldighed knytter sig ikke længere udelukkende til forhold ved aftaleindgåelsen, da aftalelovens § 36 både finder anvendelse på forhold før, under og efter aftalens indgåelse. Modsat har også obligationsretten fjernet sig fra sit klassiske udgangspunkt og udviklingen af sælgerens loyale oplysningspligt er et godt eksempel herpå. Her er der tale om en adfærd, der ligger forud for aftaleindgåelsen, og som såvel kan medføre ugyldighedsvirkning som misligholdelsesbeføjelser.

Retsvirkningerne af ugyldighed henholdsvis misligholdelse har nærmet sig hinanden. Hævebeføjelsen er den misligholdelsesbeføjelse, der ligger tættest på ugyldighedsvirkningen. Såfremt en part ophæver en (gyldig) aftale og ikke kræver erstatning for opfyldelsesinteressen, kan man sige, at han ikke støtter nogen ret på aftalen. Herved vil retsvirkningen være den samme som ved ugyldighed. Traditionelt har forskellen derimod vist sig, når en part foruden hævebeføjelsen tillige valgte at kræve den positive opfyldelsesinteresse og/eller at kræve naturalopfyldelse eller forholdsmæssigt afslag. Men også denne klassiske forskel imellem ugyldighedsvirkningen og misligholdelsesbeføjelserne kan i dag ikke fastholdes. Med indførelsen af generalklausulen i aftalelovens § 36 har man indført en ugyldighedsregel, hvis indhold og retsvirkninger minder meget om misligholdelsesbeføjelserne. Som ved sælgerens loyale oplysningspligt kræver aftalelovens § 36 blot culpa (efter omstændighederne er § 36-vurderingen en ren objektiv risiko-

vurdering). Dette er i modsætning til de ældre bestemmelser i aftalelovens §§ 30 og 33, der kun finder anvendelse på forsætlige fortielser. Retsvirkningerne efter § 36 er såvel hel som delvis ugyldighed. Derved gives domstolene mulighed for at opnå et resultat, der ligner misligholdelsesvirkningerne til forveksling, herunder særligt adgangen til forholdsmæssigt afslag (eller tillæg).

Illustrativ for den indbyrdes sammenhæng regelsættene imellem er, at en sælger i dag (i modsætning til tidligere) antages at have en valgtret imellem at påberåbe sig ugyldighed henholdsvis misligholdelse i tilfælde af overlap imellem regelsættene.³⁶³ Dette kan vanskeligt tages som et udtryk for andet end, at både domstolene og retsteorien har anerkendt og draget konsekvensen af, at aftale- og køberetten har nærmet sig hinanden i en sådan grad, at grænserne i dag må siges at være flydende.³⁶⁴

På trods af, at der kan anføres lodige argumenter for at inddrage “køberens loyale oplysningspligt” i misligholdelseslæren, kan dette, som nævnt indledningsvist, næppe antages at være gældende ret.³⁶⁵ I stedet må sælgeren ved køberens fortielse henvises til at påberåbe sig ugyldighed efter aftaleretten. På spørgsmålet, om man *burde* operere med køberens loyale oplysningspligt, er svaret derimod et ja. Det er i den henseende interessant, at spørgsmålet om køberens loyale oplysningspligt har været underlagt en komparativ analyse i det europæiske *common core project*, hvis metode er at opstille cases, som herefter vurderes af nationale eksperter. Køberens loyale oplysningspligt blev i dette forum diskuteret via det klassiske eksempel med “Degas maleri”.³⁶⁶

363. Købeloven antoges tidligere at være *lex specialis* i forhold til aftaleloven. Se blandt andre *Henry Ussing*: *Køb*, 1928, s. 147 f, *samme*: *Bristende forudsætninger*, 1918, s. 85 ff, og *Stig Jørgensen*: *Kontraktsret I*, 1971, s. 120 f. Om anerkendelsen af valgtretten efter gældende ret se blandt andre *Lennart Lyngge Andersen/Palle Bo Madsen*: 2001, s. 112 f, *Lennart Lyngge Andersen og Jørgen Nørgaard*: *Aftaleloven med kommentarer*, 1999, s. 141 f, *Bernhard Gormard*, *Almindelig kontraktsret*, 1993, s. 101 ff, *Jørgen Nørgaard*: *Ugyldighed og misligholdelse*, UfR 1978B, s. 276 ff og *Erik Werlauff*: *Anpartsaftalers bindende virkning*, 1994, s. 42 ff. Valgtret antages også efter såvel norsk som svensk ret. For norsk ret se *Kai Krüger*: *Norsk Kjøpsrett*, 1991, s. 129 og 446 og *Jo Hov*: *Avtalerett*, 1993, s. 150. For svensk ret se *Bert Lehrsberg*: *Förutsättningsläran*, 1989, s. 168 og *Jan Hellner & Jan Ramberg*: *Köprätt*, 1989, s. 69 f.

364. Se også *Palle Bo Madsen*: *Aftalefunktioner*, 1983, s. 107.

365. Se ligeledes for norsk og svensk ret *Rune Sæbø*: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 301 og *Christina Hultmark*: *Kontraktsbrott vid köp av aktie*, 1992, s. 259.

366. Se *Reinhard Zimmermann/Simon Whittaker*: *Good Faith in European Contract Law*, 2000, s. 208. Om eksemplet se tillige *Ole Lando*: *Homo Judicans i Julebog* 1997, s. 144 og *Carl Jacob Arnholm*: *Privatrett II – Avtaler*, 1964, s. 333.

“Degas drawing”. Desdemona is a dealer in fine art and sees what she considers to be a rare and valuable drawing by Degas at the house of Othello, a retired physics professor who has asked her to look at his possessions with a view to purchase. Desdemona asks him about the drawing and he tells her that he knows that it is old and that he has always liked it, but has no idea of its value. Desdemona offers him £ 1,200 for it, which he accepts. The picture is later authenticated by arts experts and Desdemona resells it for £ 85,000.

Foruden, at kunsthåndlersken Desdemona underlægges en skærpet loyalitetsvurdering som følge af hendes profession, illustrerer eksemplet på glimrende vis problematikken med en køber, der ved mere om salgsgenstanden end sælgeren.

Af de nationale analyser fremgår det, at efter *tysk ret* ville sælgeren foruden ugyldighed kunne påberåbe sig *misligholdelse* efter BGB § 123. Det er tillige almindeligt antaget i tysk ret, at en sælger i denne situation kan vælge imellem at hæve og påstå ugyldighed, da hævebeføjelsen efter omstændighederne kan vise sig mere fordelagtig for sælger end ugyldighedsvirkningen.³⁶⁷ For de øvrige lande i undersøgelsen var løsningen derimod begrænset til ugyldighedsvirkning.³⁶⁸ Meget synes imidlertid at tale for den tyske model, der vil skabe bedre harmoni imellem sælger- henholdsvis køberpligter i misligholdelseslæren. Den manglende spejling af pligterne udgør i et vist omfang en retlig anomali, og når dette sammenholdes med den skandinaviske obligationsrets udvikling og delvise sammensmeltning med aftaleretten, bør man efter min mening overveje at inddrage køberens loyale oplysningspligt i misligholdelseslæren. Når bortses fra, at man vil skulle vænne sig til et begreb som “forholdsmæssigt tillæg” som pendant til forholdsmæssigt afslag, synes dette ikke at måtte give anledning til større vanskeligheder. Da formålet med afhandlingen er at analysere gældende ret, vil køberens fortielser ikke blive behandlet yderligere i den følgende købe-/obligationsretlige analyse.

367. Jævnfør Reinhard Zimmermann/Simon Whittaker: Good Faith in European Contract Law, 2000, s. 208 ff.

368. De undersøgte lande var Grækenland, Østrig, Frankrig, Belgien, Spanien, Italien, Holland, Skotland, Danmark, Norge, Sverige og Finland. For England og Irlands vedkommende kunne en sådan aftale ikke tilsidesættes.

5.6 Bortfald af købers misligholdelsesbeføjelser

5.6.1 Indledning

Som gennemgået i afsnit 5.3 vil en købers misligholdelsesbeføjelser efter omstændighederne være udelukket, blive indskrænket eller kunne bortfalde. Spørgsmålet om *udelukkelse* af misligholdelse er af mere objektiv karakter. Her må man konstatere, om der foreligger fordringshavermora, om der er tale om en bagatelagtig misligholdelse,³⁶⁹ om der er tale om en hædelig begivenhed, som fordringshaver bærer risikoen for, om der er tale om en nødværge- eller nødretssituation og så videre. I modsætning hertil er spørgsmålet om *indskrækning* og *bortfald* af subjektiv karakter. I insidersituationen vedrører indskrækningsproblematikken særligt spørgsmålet om reklamationspligten³⁷⁰ og køberens tabsbegrænsningspligt. Behandlingen heraf foretages i tilknytning til de enkelte misligholdelsesbeføjelser. I det følgende koncentrerer behandlingen om den sidste kategori omhandlende bortfald af køberens misligholdelsesbeføjelser. Herunder falder spørgsmålene om køberens undersøgelsespligt, den absolutte reklamationsfrist, forældelse samt passivitet.

5.6.2 Købers undersøgelsespligt

Sælgerens loyale oplysningspligt har sin retlige spejling i køberens undersøgelsespligt – “når tingen selv taler, kan selgeren tie”.³⁷¹ Det betyder, at den oplysningspligt, der som udgangspunkt påhviler sælgeren, kan modificeres og efter omstændighederne bortfalde, såfremt køber ikke har iagttaget sin undersøgelsespligt. Undersøgelsespligten falder i to led. Dels i spørgsmålet om undersøgelsespligten *inden købsaftalens indgåelse* og dels i spørgsmålet om undersøgelsespligten *efter ydelsens levering*. Spørgsmålet om den efterfølgende undersøgelsespligt knytter sig til købers relative reklamationspligt, der behandles i tilknytning til misligholdelsesbeføjelserne nedenfor i afsnit 5.7. For så vidt angår køberens undersøgelsespligt *inden købsaftalens indgåelse*, indeholder købelovens § 47 en regel herom:

369. Ved insiderhandel vedrører spørgsmålet om bagatelagtig misligholdelse betydningen af den fortiede viden. Se herom ovenfor i afsnit 3.6.2.

370. Denne *relative* reklamationsfrist må ikke forveksles med den *absolutte* reklamationsfrist, der behandles nedenfor i afsnit 5.6.3.

371. Se *Fredrik Stang*: Innledning til formueretten, 1935, s. 601.

§ 47. Har køberen før køkets afslutning undersøgt salgsgenstanden eller uden skellig grund undladt at efterkomme sælgerens opfordring til at undersøge den, eller er der før køkets afslutning givet ham lejlighed til at undersøge en prøve af salgsgenstanden, kan han ikke påberåbe sig mangler, der ved sådan undersøgelse burde være opdaget af ham, medmindre sælgeren har handlet svigagtigt.

Købelovens § 47 er en særlig kodifikation af retsgrundsætningen om *caveat emptor* – “køberen skal se sig for”. Ved erhvervelser af virksomheder eller større aktieposter er det almindeligt i stedet at anvende den anglo-amerikanske term “due dilligence”. Bestemmelsen finder anvendelse i alle køb. For forbrugerkøbs vedkommende er bestemmelsen dog gjort præceptiv, jævnfør købelovens § 1, stk. 2. Efter sin ordlyd vedrører bestemmelsen tilfælde, hvor der *er* konstateret en mangel, jævnfør formuleringen “kan han ikke påberåbe sig mangler”. Heri ligger tillige begrundelsen for, at spørgsmålet om køberens undersøgelsespligt er valgt rubriceret som en bortfaldsgrund, jævnfør også systematiseringen i afsnit 5.3. Da spørgsmålet knytter sig tæt til mangelsbedømmelsen, behandler flere forfattere dog i stedet undersøgelsespligten i tilknytning hertil.³⁷²

Grundsætningen om køberens undersøgelsespligt betyder for det første, at køberen ikke siden hen kan påberåbe sig forhold (fejl), som han *kendte* på tidspunktet for aftalens indgåelse.³⁷³

For det andet kan køber ikke påberåbe sig forhold, som han *burde* *kende*. Ved insiderhandel vil denne situation særligt (men ikke udelukkende) kunne tænkes at opstå i forhold til udstederens primære insidere, der efter omstændighederne kan have en adgang til den pågældende viden. Uanset at køber burde have kendskab til det pågældende forhold, vil det dog ikke udelukke hans misligholdelseskrav, såfremt insideren har handlet svigagtigt eller i strid med almindelig hæderlighed, hvorunder også må falde insiderens forsætlige tilsidesættelse af sin loyale oplysningspligt.³⁷⁴ Dette er et udtryk for, at risikoen pålæg-

372. Se Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 119 og kritikken hos Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 72 i småtrykket.

373. I så fald kan der overhovedet ikke siges at foreligge en mangel, hvilket da også er grunden til, at en sætning af dette indhold ikke blev medtaget i købelovens § 47, jævnfør Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 856 samt Julius Lassen og Henry Ussing: Haandbog i Obligationsretten, Speciel del, 1923, s. 235, note 102.

374. Jævnfør Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 74, Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 119, Bernhard Gormard: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 195, Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 865 ff og tilsvarende for norsk ret Jo Hov: Aftalebrudd og partsskifte, 1997, s. 84.

ges den part, der er mest at bebrejde. Hvor sælger handler svigagtigt og køber culpøst, lægges risikoen derfor på sælger. Mere tvivlsom er retsstillingen, såfremt begge parter har handlet culpøst. Situationen er i så fald den, at der som udgangspunkt er lige meget at bebrejde parterne, hvorfor køberen ikke bør kunne påberåbe sig misligholdelse. En løsning vil dog normalt kunne findes ved en nærmere vurdering af den indbyrdes skyld, jævnfør UfR 1951.382 ØL, hvor sælgeren burde have oplyst køber om sin mistanke om en alvorlig ødelæggelse af mørtelen på grund af murbier, men hvor køberen ligeledes havde optrådt uagtsomt. I den konkrete sag var køber ikke afskåret fra at påberåbe sig erstatning for reparationsudgiften, men retten nedsatte denne med henvisning til købers egen uagtsomhed.³⁷⁵ Risikoløsningen er dog tvivlsom og afvises af *Gomard* med følgende begrundelse: “Deliktserstatningsrettens almindelige egenskyldsregel om tabfordeling kan næppe finde anvendelse på mangelsansvaret. Lempelse af mangelsansvar for sælgeren efter forholdet mellem skyldgraderne ved sælgerens opfyldelse af pligten til at give oplysning om og ved køberens gennemførelse af undersøgelsen af salgsgenstanden er ikke forenelig med kontraktrettens regler bl.a. (grundsætningen) i KBL § 47, selv om det undertiden kan være fristende at drukne de civilretlige problemer i et bilighedsskøn, således som det ofte sker, når parter forliger deres tvist ved at dele skaden”.³⁷⁶

Med virkning fra den 1. januar 2002 indførtes en større ændring af særligt forbrugerreglerne i købeloven. Ændringen, der indførtes ved lov nr. 213 af 22. april 2002, havde særligt til formål at implementere EF-direktivet om visse aspekter af forbruger køb og garantier i forbindelse hermed.³⁷⁷ Indtil den 1. januar 2002 regulerede købelovens § 47 køberens undersøgelsespligt i alle køb. Direktivimplementeringen betød dog, at den måtte udvides med en særlig forbrugerbestemmelse, der blev indsat i lovens § 77 b. I forhold til købelovens § 47 består forskel-

375. Se af samme opfattelse *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 74 i småtrykket, i samme retning *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 867 og for norsk ret Rune Sæbø: *Innsidehandel med verdipapir*, 1995, s. 379.

376. Se *Bernhard Gomard*: *Obligationsret*, 1. del, 1998, s. 202, note 141.

377. Se Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 99/44/EF. Garantibestemmelserne i direktivets artikel 6 implementeredes via en ændring af markedsføringslovens § 4. Se også Betænkning nr. 1403/2001, Gennemførelsen af forbruger købsdirektivet. For en gennemgang af ændringerne se *Sonny Kristoffersen*: *De nye forbruger købsregler og standardvilkår*, 2002 og *Anne-Dorthe Bruun Nielsen*: *De nye regler i købeloven*, Ju 2003, s. 171.

len i, at såfremt insiderens medkontrahent er forbruger, kan han ikke påberåbe sig en mangel, som han “var eller måtte være bekendt med ved aftalens indgåelse”. Den subjektive vurdering af, hvad køberen burde vide, kan dermed ikke længere tillægges vægt. I stedet skal der foretages en objektiv vurdering af, hvad køberen *måtte have* indset.³⁷⁸ Herved sigtes til de situationer hvor det, på baggrund af omstændighederne, må vurderes som usandsynligt, at køber ikke har været i besiddelse af den pågældende viden, og særreglen repræsenterer derfor en lempelse af forbrugerkøberens undersøgelsespligt.

I tilfælde af insiderhandel med værdipapirer som eksempelvis aktier og optioner vil en køber normalt ikke have mulighed for at foretage en undersøgelse. Aktien er blot en ejerret til en virksomhed, hvis værdi er en funktion af selskabets værdier, markedets opfattelse heraf og særligt forventningerne til den fremtidige indtjening. Ligeledes er optionen blot en ret til at erhverve et underliggende aktiv (eksempelvis en aktie). Hertil kommer, at informationen per definition er intern (ikke-offentlig) og dermed utilgængelig for andre end det udstedende selskab og dets insidere. Dette gør undersøgelsespligten uinteressant for mangelsvurderingen ved markedstransaktionerne. Derimod vil den kunne spille en rolle ved de deciderede virksomhedshandler. Et typeeksempel herpå er overtagelsessituationen, hvor det tilbudsgivende selskab udfører en due dilligence af target-selskabets retlige, økonomiske og driftsmæssige forhold, og qua denne kan komme i besiddelse af en bestemmende viden eller burde viden. Dette vil efter omstændighederne medføre et bortfald af købervirksomhedens misligholdelseskrav, jævnfør også UfR 1994.698 H, hvor køberne af en konkurstruet trykkerivirksomhed nægtedes adgang til at rejse krav om erstatning og tilbagesøgningskrav, da trykkerivirksomhedens økonomiske situation *havde kunnet læses* ud af det af sælgeren forelagte dokumentationsmateriale.³⁷⁹ En sådan virksomhedsoverdragelse (-overtagelse) er dog fjern fra den normale situation ved insiderhandel på værdipapirmarkedet, jævnfør herom nærmere ovenfor i afsnit 3.3.2 og 3.4.

378. Se herom *Sonny Kristoffersen*: De nye forbrugerkøbsregler og standardvilkår, 2002, s. 87 ff og *Anne-Dorthe Bruun Nielsen*: De nye regler i købeloven, Ju 2003, s. 171.

379. Se nærmere herom i *Mads Bryde Andersen*: Praktisk aftaleret, 1995, s. 388 f. Se tillige om problematikken *Eigil Lego Andersen*: Kontrakter om virksomhedskøb, 1991, s. 193 ff.

5.6.3 Den absolutte reklamationsfrist, forældelse og passivitet

I modsætning til den relative reklamationsfrist, der knytter sig til påberåbelsen af de enkelte misligholdelsesbeføjelser, sætter den absolutte reklamationsfrist en yderste grænse for det tidsrum, hvori sælgeren (in-sideren) kan mødes med mangelsindsigelser. Det betyder, at der er tale om en speciel forældelsesfrist, hvorefter enhver indsigelse er afskåret. Med virkning for køb, der er indgået efter den 1. januar 2002,³⁸⁰ blev den absolutte reklamationsfrist i købelovens § 54, stk. 1 og § 83, stk. 1, ændret fra 1 til 2 år. I modsætning til de øvrige købelovsændringer fik reklamationsfristens forlængelse også virkning for handels- og civilkøbs vedkommende.³⁸¹ Herved ønskedes det undgået, at der skulle opstå en utilsigtet reklamationsklemme for eksempelvis detailhandlere, der som købere ville være underlagt en 1-årig frist, medens de som sælgere var underlagt en 2-årig frist. For både handels-, civil- og forbrugerkøb er reklamationsfristen i dag således på 2 år.

Fristen begynder at løbe fra genstandens *overgivelse* til køberen. Ved værdipapirhandel vil det normalt være det tidspunkt, hvor værdipapirerne er registreret på køberens konto eller hos en person, der handler på dennes vegne. Har køberen videresolgt værdipapirerne, uden at erhvervelsen er registreret på køberens egen konto, må overgivelsestidspunktet dog i stedet antages at være overgivelsen til (registreringen hos) denne køber.³⁸²

Reklamationsfristen *afbrydes* ved en simpel neutral reklamation.³⁸³ Det skal således blot fremgå, at køberen påberåber sig, at værdipapirerne er mangelfulde. På trods af, at købelovens §§ 54 og 83 ikke udtaler sig herom, er det almindeligt antaget, at det er tilstrækkeligt, at meddelelsen er afgivet/afsendt inden fristens udløb.³⁸⁴ Efter den almindelige risikoregel i § 61³⁸⁵ om pligtmæssige reklamationer, er det tillige

380. Loven blev først underskrevet den 22. april 2002. Eftersom implementeringsfristen var den 1. januar 2002 betød dette, at den måtte gives tilbagevirkende kraft hertil.

381. For handels- og civilkøb er reklamationsfristen dog gjort deklaratorisk i modsætning til den præceptive forbrugerbestemmelse.

382. Jævnfør *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer*, 1993, s. 953.

383. Jævnfør *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer*, 1993, s. 953 og *Julius Lassen og Henry Ussing: Haandbog i Obligationsretten, Speciel del*, 1923, s. 250.

384. Jævnfør *Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet*, 1996, s. 147, *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer*, 1993, s. 954 og *Henry Ussing: Køb*, 1967, s. 147. For *svensk* ret se af samme opfattelse *Tore Almén: Om köp och byte av lös egendom*, 1960, s. 804, note 4.

385. Købelovens § 61 gælder via henvisningen i købelovens § 86 også i forbrugerkøb.

sælger, der må bære risikoen for, at meddelelsen forsinkes eller ikke når frem.

Undtagelse til den absolutte 2-årsfrist gøres efter ordlyden af såvel §§ 54 som 83 ved sælgerens svigagtige fortielse. Det vil sige, såfremt sælgeren forsætligt har tilsidesat sin loyale oplysningspligt ved overtrædelse af aftalelovens § 30.³⁸⁶ I købelovsudkastet fremhæves denne undtagelse til den særligt korte forældelsesfrist (dengang 1 år), som en væsentlig begrundelse for forældelsesreglens indførelse, da man mente, at køberen herved ikke pålagdes nogen større byrde. Har insider handlet svigagtigt forældes forholdet i stedet efter den 5-årige forældelsesregel i 1908-loven, jævnfør dennes § 1, stk. 1, nr. 1 (misligholdelsespåstand) eller § 1, stk. 1, nr. 5 (ugyldighedspåstand).

Købelovens absolutte reklamationsfrist blev indført forinden aftalelovens vedtagelse i 1917.³⁸⁷ På denne baggrund drøftede *Ussing*, hvorvidt reklamationsfristen i købelovens § 54 efter aftalelovens indførelse tillige måtte udfyldes med svigsbestemmelsens søsterbestemmelse i aftalelovens § 33.³⁸⁸ I så fald ville den absolutte reklamationsfrist bortfalde ved såvel sælgerens svigagtige fortielse som ved fortielser i strid med almindelig hæderlighed efter aftalelovens § 33. *Ussings* vurdering var, at det måtte anses for tvivlsomt. Når henses til baggrunden for og sammenhængen imellem forsætskravene i de to ugyldighedsbestemmelser, synes der dog at være meget, der taler for en sådan udvidelse. Omvendt synes der ikke at være meget, der taler imod. I dag er denne adgang tillige indrømmet forbrugere, jævnfør købelovens § 83, der anvender formuleringen “i strid med almindelig hæderlighed”. Købelovens absolutte reklamationsfrist i § 54 må derfor antages at bortfalde, såfremt insideren “blot” har handlet i strid med almindelig hæderlighed efter aftalelovens § 33.³⁸⁹ Standpunktet har tillige støtte i den såkaldte Eternit-dom, der er gengivet i UfR 2002.249 H. Sagen omhandlede erstatningskrav for mangler ved eternit-tagplader. Højesterets flertal³⁹⁰ fastslog, at producenten havde “handlet *uagtsomt* [min fremhævelse] ved at have markedsført Ny Eternitplader uden i tilstrækkelig grad at have sikret sig, at de konstaterede produktionstekniske problemer var

386. Se Udkast til Lov om Køb – med tilhørende bemærkninger, 1904, s. 79.

387. Købeloven blev vedtaget ved lov nr. 102 af 6. april 1906.

388. Se *Henry Ussing: Køb*, 1967, s. 147 f.

389. Se af samme opfattelse *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer*, 1993, s. 958 i småtrykket.

390. Dissens på 5-2.

løst”. Om producentens adfærd udtaltes herefter følgende: “men vi finder ikke grundlag for at fastslå, at DEF [producenten] har handlet *svigagtigt* eller *i strid med almindelig hæderlighed* [min fremhævelse].” Højesterets konklusion var derfor, at “et ansvar for producenten i en situation som den foreliggende efter udløbet af den absolutte reklamationsfrist i købelovens §§ 54 og 83 [ville] nødvendiggøre en ændring af disse bestemmelser”. Med denne formulering fastslår Højesteret forudsætningsvist, at undtagelse til købelovens §§ 54 og 83 gøres, såfremt sælger har handlet svigagtigt eller i strid med almindelig hæderlighed.

Af praksis i forbrugersager, se eksempelvis Forbrugerklagenævnets afgørelse i Juridisk Årbog 1997, s. 93, hvor en sælger havde handlet i strid med *almindelig hæderlighed*, ved at fortie, at et minianlæg, der var købt som nyt, var blevet repareret 9 måneder før købet. Køberen kunne derfor hæve købet 3 ½ år efter salgsgenstandens overgivelse, jævnfør købelovens § 83.³⁹¹

Endelig må det overvejes, om også den *culpøse fortielse*, således som den kommer til udtryk i retsgrundsætningen om sælgerens loyale oplysningspligt, i forudsætningslæren samt i generalklausulen i aftalelovens § 36, tillige kan medføre bortfald af den absolutte reklamationsfrist. Dette afvistes imidlertid af Højesteret i Eternit-sagen, hvor producentens uagtsomhed (*culpa*) ikke var tilstrækkeligt. Højesterets begrundelse er i overensstemmelse med købelovens forarbejder, idet man ved kommissionsarbejdet tog udtrykkelig stilling hertil. I det oprindelige kommissionsudkast havde man placeret den nuværende § 53 *efter* den absolutte reklamationsfrist. § 53 indeholdte dengang (som nu) en culpaundtagelse til reklamationspligten, og placeringen betød derved, at den absolutte reklamationsfrist ville bortfalde, såfremt sælgeren ved grov uagtsomhed havde fortiet oplysninger. Som fremhævet af *Nørager-Nielsen og Theilgaard* valgte man i det endelige udkast at flytte undtagelsesbestemmelsen frem til dens nuværende placering i § 53. Dette var bevidst, idet man herved fulgte den svenske Højesterets henstilling, der blev afgivet efter den officielle høring i 1904.³⁹² Derved afviste man at tillægge den grove uagtsomhed suspensiv virkning i forhold til forældelsesfristen. Er insiders (sælgers) fortielse “kun” culpøs, må køberen derfor gøre krav gældende inden for den 2-årige forældel-

391. Se herom *Sonny Kristoffersen*: De nye forbruger købsregler og standardvilkår, 2002, s. 24.

392. Se med yderligere henvisninger *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 958.

sesregel i købelovens §§ 54 henholdsvis 83. Har insideren derimod handlet svigagtigt eller i strid med almindelig hæderlighed, vil køberens krav være omfattet af den 5-årige forældelsesregel i 1908-loven.

Såfremt insideren dømmes for insiderhandel efter værdipapirhandelslovens § 35, stk. 1, finder 1908-loven ikke anvendelse, jævnfør formuleringen i lovens § 1, stk. 1, nr. 5 “medmindre skaden er bevirket ved en forbrydelse, for hvilken der under offentlig straffesag pålægges straf”. I så vil kravet i stedet forældes efter den 20-årige forældelsesregel efter DL 5-14-4. Betingelsen om, at lovovertrædelsen (fortielsen) faktisk har medvirket til skadens indtræden, vil normalt være opfyldt ved insiderhandel, og dette uanset om handlen afvikles som direkte eller markedstransaktion.³⁹³

Konklusionen på ovenstående er, at køberens krav, alt efter omstændighederne, vil forældes på 2, 5 eller 20 år. Sammenhængen mellem insiders adfærd (fortielse) og forældelsen af køberens krav kan opstilles således:

FORÆLDELSE AF KØBERENS KRAV			
Fortielse \ Forældelse	Købeloven 2 år	1908-loven 5 år	DL 5-14-4 20 år
Culpa	+	-	-
Svig (Aftl. § 30)	-	+	-
Alm. hæderlighed (Aftl. § 33)	-	+	-
Aftl. § 30/§ 33 + straf	-	-	+

Afslutningsvis skal det fremhæves, at køberen, bortset fra manglende reklamation og forældelse, kan fortabe sit krav ved *passivitet*. Denne retsvirkning kan tænkes at indtræde, såfremt køberen har reklameret over for insideren, men denne afviser berettigelsen heraf. Iværksætter køber ikke videre retsskridt til forfølgelse af sit krav, vil han risikere at

393. Se om kravet blandt andre *Bernhard Gomard*: Forholdet mellem erstatningsregler i og uden for kontraktforhold, 1958, s. 112 f.

fortabe det, jævnfør UfR 1952.472 SH, hvor en køber af et skib fortabte sin mangelsindsigelse som følge af sådan passivitet.³⁹⁴

5.7 Købers misligholdelsesbeføjelser

5.7.1 Indledning

Spørgsmålet om misligholdelsesbeføjelserne er placeret i misligholdelseslærens tredje søjle og udgør dermed den afsluttende vurdering af retsforholdet. Når der er misligholdt, og der ikke foreligger omstændigheder, der udelukker eller medfører bortfald, vil medkontrahenten kunne gøre visse beføjelser gældende over for insideren. Spørgsmålet om den relative reklamationspligt hører systematisk hjemme i søjle II som et spørgsmål om bortfald eller indskrænkning af misligholdelsesbeføjelserne. Eftersom reklamationsspørgsmålet afhænger af, hvilken beføjelse køber påberåber sig over for insideren, er behandlingen dog valgt placeret i tilknytning til de enkelte beføjelser. Som fremgået af analysen i afsnit 5.5, kan køberen ikke antages at have en loyal oplysningspligt efter den købe-/obligationsretlige misligholdelseslære. I insidersituationen vil misligholdelse derfor udelukkende forekomme ved *sælgerens* fortielser. Som følge heraf vedrører den nedenstående analyse udelukkende køberens misligholdelsesbeføjelser.

5.7.2 Forholdsmæssigt afslag

Har insideren fortiet en negativ viden om det/de pågældende værdipapir(er), vil køberen efter omstændighederne kunne kræve et forholdsmæssigt afslag i købesummen. Denne beføjelse er hjemlet i den almindelige obligationsret og har tillige fundet sin kodifikation i købelovens § 42, stk. 1 (species), § 43, stk. 1 (genus) samt henvisningen hertil i § 78, stk. 1 for forbruger køb. Formålet er at gennemføre en delvis restitution i den situation, hvor køberen ønsker at fastholde købet således, at køberens ydelse nedsættes med manglens værdi.³⁹⁵ Betingelserne herfor er, at sælgeren (som minimum) har handlet i strid med sin loyale

394. Om retsfortabende passivitet se særligt *Bo von Eyben*: Forældelse, Bind I, 2003, *Jens Ravnkilde*: Passivitet, 2002, *Bo von Eyben m.fl.*: Lærebog i obligationsret Bind II, 2000, s. 163 ff, *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 286 f, *Jens Valdemar Krenchel*: Om retsfortabende passivitet, UfR 2000B, s. 180, *Bernhard Gomard*: Obligationsret 3. del, 1993, s. 221 ff, *Carl Jacob Arnholm*: Tre udsnitt av den almindelige privatrett, 1975, *samme*: Passivitetsvirkninger, 1932.

395. Se herom *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 239.

oplysningspligt ved culpøst at fortie et bestemmende forhold og, at dette forhold er værdiforringende. Fortielsen må med andre ord kunne lade sig udregne forholdsmæssigt.

For at kunne gøre afslagsbeføjelsen gældende, må køberen som udgangspunkt overholde den relative reklamationsfrist, jævnfør princippet i købelovens § 52. Heri stilles der krav om, at køber i handelskøb afgiver en *neutral* reklamation *straks* og i civilkøb *uden ugrundet* ophold, jævnfør købelovens § 52, stk. 1. Reklamationsfristen begynder at løbe fra det tidspunkt, hvor køber *bliver* eller *burde være blevet* klar over sælgerens fortielse, jævnfør princippet i købelovens 52, stk. 1, 2. pkt. I handelskøb hænger dette tidspunkt sammen med tidspunktet for køberens undersøgelsespligt efter købelovens § 51. Herefter skal handelskøberen umiddelbart efter, at genstanden er leveret foretage “en sådan undersøgelse, som ordentlig forretningsbrug kræver”. Bestemmelsen sigter dog mere til opdagelsen af faktiske mangler. Ved insiderhandel som direkte transaktion vil køberen normalt først opdage fortielsen (manglen) ved udstederens senere offentliggørelse af den bestemmende interne viden, og ved markedstransaktionerne vil en køber først blive opmærksom på, at hans sælger er insider, såfremt han oplyses herom i forbindelse med en straffesag.

For forbrugerkøb indgået efter den 1. januar 2002 gælder det ifølge købelovens § 81, at køber skal afgive en *neutral* reklamation *inden rimelig tid* efter, at han *faktisk* har fået viden om de pågældende forhold. Kravet om faktisk viden betyder, at loven i forbrugerforhold ikke længere hjemler muligheden for at regne reklamationsfristen fra det tidspunkt, hvor forbrugeren burde have (men altså ikke har) opdaget manglen.³⁹⁶ Hertil kommer, at der ved købelovsændringen blev indsat en bestemmelse i § 81, 3. pkt., hvorefter meddelelse givet *inden 2 måneder* efter, at manglen er opdaget, altid er rettidig.³⁹⁷

Da der er tale om en pligtsmæssig reklamation, er det for både handels-, civil- og forbrugerkøb³⁹⁸ insideren (sælger), der må bære risikoen for meddelelsens forsinkelse eller bortkomst, jævnfør princippet i købelovens § 61.

396. Se herom *Sonny Kristoffersen*: De nye forbrugerkøbsregler og standardvilkår, 2002, s. 37 ff og *Anne-Dorthe Bruun Nielsen*: De nye regler i købeloven, Ju 2003.178.

397. Den hermed indførte 2-månedersfrist var ifølge direktivet fakultativ. Det er derfor ikke alle lande, der har inkorporeret den i national ret.

398. For forbrugerkøb sker dette via henvisningen i købelovens § 86.

For handels- og civilkøb gælder, at køberens reklamlationspligt deaktiveres, når sælgeren har handlet svigagtigt, *eller* såfremt fortielsen er (i) groft uagtsom samt (ii) påfører køber en betydelig skade, jævnfør princippet i købelovens § 53. Undtagelserne udtrykker en krystallisering af det almindelige obligationsretlige princip om, at en retsbeskyttelse kan bortfalde, hvis en part handler illoyalt. I den konkrete sammenhæng består der ikke et reklamlationshensyn over for den svigagtige eller groft uagtsomme sælger, og det er da også samme princip, der ligger til grund for undtagelserne til den absolutte reklamlationsfrist i købelovens §§ 54 og 83.³⁹⁹ Grov uagtsomhed kan tænkes udvist, såfremt insideren bestrider en ledende post hos udstederen, der giver ham adgang til intern viden. Sælger han ud af sin aktiebeholdning førend en vigtig negativ fondsbørsmeddelelse, og han fejlagtigt tror, at denne er offentliggjort, vil dette efter omstændighederne kunne være groft uagtsomt over for køberen heraf, idet der efter omstændighederne må bestå en pligt til at sikre sig, at meddelelsen rent faktisk er offentliggjort. Betingelsen om, at den uagtsomme fortielse tillige skal påføre køberen en betydelig skade, er en væsentlighedsbetingelse, der er korrelat med sondringen mellem bestemmende og væsentlig viden. Når insider er sælger, vil der altid være tale om en negativ viden, og når denne er væsentlig, vil den alt andet lige medføre et større kursfald og dermed en betydelig skade for køberen. Det kan ikke anses for nødvendigt til skadesbetingelsens opfyldelse, at køberen rent faktisk *har realiseret tabet* ved at videresælge værdipapirerne. Efter en naturlig forståelse af “skade” må det være tilstrækkeligt, at den negative viden har resulteret i et kursfald og dermed i en (betydelig) værdiforringelse af de købte værdipapirer.

Reklamlationspligtens bortfald er som nævnt udtryk for et almindeligt obligationsretligt princip. Til forskel fra retstillingen ved den absolutte reklamlationsfrist (der stiller krav om forsæt) er det ved den relative reklamlationsfrist tilstrækkeligt med culpa i form af grov uagtsomhed. Til gengæld kræves der en betydelig skade og dermed en væsentlig viden i modsætning til en bestemmende viden ved den abso-

399. Jævnfør tillige *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 946. At der ikke kan kræves reklamation i sådanne tilfælde fremhævedes for sætssituationen tillige i forarbejderne til aftalelovens § 30: “For nogen Reklamlationsregel... bliver der ikke plads ved Svigsbestemmelsen”, jævnfør Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade med tilhørende Bemærkninger, 1914, s. 69 (første spalte).

lutte reklamationsfrist. Spørgsmålet er dog, om ikke også en fortielse *i strid med almindelig hæderlighed* (forsætlig fortielse af en bestemmende viden), på trods af ordlyden, må indfortolkes heri. Det synes at måtte være de samme hensyn, der gør sig gældende i de to fortielsestilfælde: forsæt/bestemmende viden henholdsvis grov uagtsomhed/væsentlig viden. Om end svaret er tvivlsomt, kan der argumenteres for, at den relative reklamationsfrist også må deaktiveres ved en fortielse i strid med almindelig hæderlighed. I *forbruger køb* er denne retsstilling kodificeret i købelovens § 82, jævnfør ordlyden såfremt “sælgeren har handlet i strid med almindelig hæderlighed eller groft uagtsomt”. Der stilles tillige ikke krav om, at fortielsen har påført køberen en betydelig skade.

Foruden disse tilfælde kan også insiders (sælgers) *passivitet* medføre, at han mister retten til at påberåbe sig, at reklamation ikke er afgivet rettidigt. Dette kan eksempelvis tænkes, når insider indlader sig i realitetsforhandlinger om en afklaring af forholdet uden derved at påberåbe sig, at reklamation er sket for sent, jævnfør herom i UfR 1992.684 H om mangler ved et tørringsanlæg. Sælger var afskåret fra at gøre gældende, at reklamation var sket for sent, idet han *efter* reklamationsskrivelsens modtagelse havde foretaget justeringer og efterreparationer samt oplyst, at der på nogle punkter ville ske afhjælpning.⁴⁰⁰

Det forholdsmæssige afslag udmåles som en reduktion af købesummen, der er proportional med værdiforringelsen.⁴⁰¹ Tankegangen er, at værdipapirets kurs må reduceres til, hvad det burde være fastsat til, hvis forholdet havde været kendt af markedet. Beregningen kan opstilles i følgende ligning:

FORHOLDSMÆSSIGT AFSLAG

$$\text{Forholdsmæssigt afslag} = \frac{(\text{kurs uden mangel} - \text{kurs med mangel})}{\text{kurs uden mangel}} \times \text{købesummen}$$

400. Se herom tillige Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 145, med note 215.

401. Uanset dette matematiske udgangspunkt, synes retspraksis dog ofte at ansætte afslaget efter en skønsmæssig vurdering, jævnfør også Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 786 og tilsvarende for svensk ret i SOU 1976:66, s. 304.

Kursen uden mangel, det vil sige uden kendskab til den interne viden, vil ved værdipapirhandel normalt være identisk med værdipapirets markedskurs. Ved handel med noterede papirer må en sådan kunne bestemmes via de officielle kurslister. Såvel kursen *med* som *uden* mangel må opgøres på leveringstidspunktet.⁴⁰² Valget af et fikseret tidspunkt for vurderingen af mangelfri henholdsvis mangelfuld ydelse har dog kun betydning, når disse værdier ikke bevæger sig parallelt.⁴⁰³

For den køber, der har været udsat for insiderhandel, vil det afhænge af de konkrete omstændigheder, hvorvidt det er fordelagtigt eller ej at påberåbe sig forholdsmæssigt afslag. For den *retlige vurdering* spiller det en rolle, at afslaget blot kræver konstateringen af en mangel i form af en bestemmende fortielse. I modsætning hertil opstiller hævebeføjelsen et krav om væsentlighed, og for erstatningsbeføjelsen må der tillige procederes på kausalitet og adækvans. Dette taler som udgangspunkt for at påberåbe sig et forholdsmæssigt afslag, såfremt købet ønskes fastholdt. Hvorvidt, det er *økonomisk fordelagtigt*, vil dog tillige afhænge af, om køber har indgået en gunstig, ugunstig eller en neutral handel.

Har køber indgået en *gunstig handel*, det vil sige, at købesummen er lavere end markedskursen, vil det forholdsmæssige afslag være mindre end værditabet. Derfor bør køber, om muligt, påberåbe sig erstatning i tillæg til eller i stedet for afslaget. Forestiller man sig eksempelvis, at købesummen er 100 kr., at markedskursen (værdien uden mangel) er 120 kr., og at værdien med manglen er 80 kr., kan det forholdsmæssige afslag beregnes således:

GUNSTIG HANDEL

$$\text{Forholdsmæssigt afslag} = \frac{(120 \text{ kr.} - 80 \text{ kr.})}{120 \text{ kr.}} \times 100 \text{ kr.}$$

402. Jævnfør *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 123, *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 786 og *Henry Ussing*: Køb, 1967, s. 130. Af samme opfattelse i svensk ret se *Jan Hellner & Jan Ramberg*: Köprätt, 1989, s. 183.

403. Jævnfør *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 123, med note 9, *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 786 og for svensk ret *Jan Hellner & Jan Ramberg*: Köprätt, 1989, s. 182.

Herved bliver det forholdsmæssige afslag på 33,33 kr. Derimod er fortiets betydning og dermed kurstabet på 40 kr. (120 kr. – 80 kr.). For at opnå fuld tabsdækning må det forholdsmæssige afslag derfor suppleres med en erstatningspåstand.

Har køber indgået en *neutral handel*, det vil sige, at købesummen er lig med markedsprisen, vil det forholdsmæssige afslag være identisk med værditabet. I økonomisk henseende vil der derfor ikke være nogen forskel imellem forholdsmæssigt afslag og erstatning. Er købesummen og markedskursen 100 kr. og værdien med manglen 80 kr., vil ligningen se således ud:

NEUTRAL HANDEL

$$\text{Forholdsmæssigt afslag} = \frac{(100 \text{ kr.} - 80 \text{ kr.})}{100 \text{ kr.}} \times 100 \text{ kr.}$$

Herved er såvel det forholdsmæssige afslag som værditabet på 20 kr. (100 kr. – 80 kr.). I et sådant tilfælde bør køber som følge af den retlige fordel, normalt påberåbe sig forholdsmæssigt afslag i stedet for erstatning.

Har køber indgået en *ugunstig handel*, det vil sige, at købesummen er højere end markedsprisen, vil det forholdsmæssige afslag være mindre end værditabet. Forestiller man sig, at købesummen er 120 kr., at markedskursen (værdien uden mangel) kun er 100 kr., og at værdien med manglen er 80 kr., kan det forholdsmæssige afslag beregnes således:

UGUNSTIG HANDEL

$$\text{Forholdsmæssigt afslag} = \frac{(100 \text{ kr.} - 80 \text{ kr.})}{100 \text{ kr.}} \times 120 \text{ kr.}$$

Herved bliver det forholdsmæssige afslag på 24 kr. Derimod er fortiets betydning og dermed værditabet på 40 kr. (120 kr. – 80 kr.). I denne situation vil køberen dog være afskåret fra at påberåbe sig erstatning for den resterende del. Det skyldes, at erstatningen (den positive

opfyldelsesinteresse) beregnes som forskellen mellem rigtig og faktisk opfyldelse, det vil sige 100 kr. – 80 kr., det vil sige 20 kr.

Som fremgået afhænger det i høj grad af de konkrete omstændigheder, hvorvidt det er fordelagtigt at påberåbe sig forholdsmæssigt afslag eller erstatning. I vurderingen må køber foretage såvel en retlig som en økonomisk vurdering af fordele og ulemper. Som nævnt indledningsvist forudsættes det dog ved forholdsmæssigt afslag, at køber ønsker at *fastholde* købet. Overvejer han at *frigøre* sig, må tillige spørgsmålene om ugyldighed og hæveadgang inddrages i vurderingen.

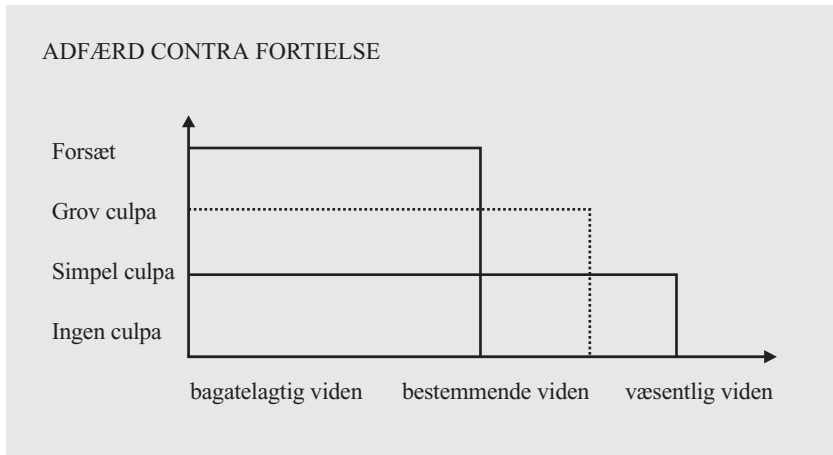
5.7.3 Hæve

Den klassiske konstruktion vedrørende hævebeføjelsen er, at køber kan hæve, hvis mangelen er væsentlig, og at undtagelse hertil gøres, såfremt insider har handlet svigagtigt, jævnfør princippet i købelovens § 42, stk. 1 (species) og § 43, stk. 2 (genus). I forhold til fortielser skaber denne konstruktion et vist samspil mellem mangels- og svigsbedømmelsen. Som gennemgået tidligere i kapitlet har obligationsretten udviklet sig til at indfortolke sælgerens loyale oplysningspligt i det obligationsretlige mangelsbegreb, hvorefter en culpøs fortielse af en bestemmende viden udgør en mangel. Ønsker køber at hæve, er dette dog ikke tilstrækkeligt. Hertil må som udgangspunkt *enten* kræves, at sælgeren har handlet svigagtigt, det vil sige, at han forsætligt har fortiet en bestemmende viden, *eller* at han culpøst har fortiet et væsentligt forhold. Væsentligheden kan altså enten knytte sig til sælgers forsæt eller til betydningen af det forhold, der forties.⁴⁰⁴ Et eksempel på det sidste (culpøs fortielse af en væsentlig viden) var til pådømmelse for Højesteret i UfR 1978.48 H, hvor ejeren af en restauration under salgsforhandlingerne culpøst havde fortiet, at omsætningen i 1972 og frem til købers overtagelse var faldet med 30 %. Køber var som følge af sælgers fortielse af dette væsentlige forhold berettiget til at hæve handelen og fik tillige tilkendt erstatning.

Ser man på den situation, hvor den fortiede viden blot er bestemmende, må det foruden den svigagtige fortielse, desuden antages, at en fortielse i strid med aftalelovens § 33 (almindelig hæderlighed) vil være at anse som en væsentlig mangel og dermed som hævebegrundende. Efter omstændighederne må også en groft uagtsom fortielse af en bestem-

404. Jævnfør også den skematiske opstilling i afsnit 3.6.7 ovenfor.

mende viden kunne være væsentlig.⁴⁰⁵ Dette må i hvert fald gælde, når man nærmer sig den væsentlige viden. Her må der lægges afgørende vægt på sammenhængen imellem insiders (sælgers) adfærd og fortielsens betydning. Det indbyrdes forhold kan formuleres således, at jo grovere sælgers uagtsomhed er, desto mindre krav stilles der til forholdets væsentlighed.⁴⁰⁶ Og omvendt jo større betydning det fortiede forhold har, desto mindre krav kan der stilles til karakteren af sælgers adfærd:



De to fuldt optrukne linjer markerer tilfælde, der udgør en væsentlig mangel (culpa/væsentlig viden og forsæt/bestemmende viden). Med den stiplede midterste linie markeres de tilfælde, hvor en konkret vurdering af sammenhængen imellem fortielsens grovhed og forholdets betydning, betyder, at der er tale om en væsentlig mangel.

For at køber kan gøre hævebeføjelsen gældende over for insideren, er det en betingelse, at han reklamerer rettidigt, og at beføjelsen ikke fortabes ved passivitet. Herom kan i det hele henvises til det ovenfor i afsnit 5.7.2 anførte. For handels- og civilkøb kræves desuden, at køber afgiver en specifik reklamation uden ugrundet ophold, jævnfør princippet i købelovens § 52, stk. 2.⁴⁰⁷ I forbrugerkøb er det derimod tilstræk-

405. Jævnfør også *Lennart Lyng Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og mellemmand*, 2001, s. 113 med note 7. Mere tvivlende om retsstillingen er *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard: Købeloven med kommentarer*, 1993, s. 826.

406. Det vil sige den interne videns betydning. Se i samme retning *Anders Vinding Kruse: Misligholdelse af ejendomskøb*, 1954, s. 79.

407. Se dog *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky: Lærebog i Obligationsret I*, 2000, s. 227, der formulerer den almene regel som en pligt til at reklamere inden rimelig tid.

keligt med en neutral reklamation inden rimelig tid, jævnfør købelovens § 81. Såfremt insider retter en forespørgsel herom, må forbrugeren dog efter omstændighederne være forpligtet til at tilkendegive, hvilken beføjelse han vil gøre gældende.⁴⁰⁸

Ønsker køber at hæve købet, skal der ske restitution af de udvekslede ydelser. Det vil sige, at insideren skal tilbageføre købesummen, og at køberen må tilbagegive værdipapirerne. Det kan dog tænkes, at køberen har videresolgt de erhvervede værdipapirer helt eller delvist og derfor ikke kan restituere sælgeren retmæssigt. Herved opstår et spørgsmål om tilbagegivelsen af værdipapirerne ved ophævelse, og rammerne herfor er udstukket i købelovens § 57. Købelovens § 57, stk. 1 bestemmer, at “køberen ikke er berettiget til at få købesummen tilbage, medmindre han tilbageleverer det modtagne i væsentlig samme...mængde”. Det følger heraf, at køber kun bevarer sin hævebeføjelse ved et mindre og uvæsentligt videresalg. I modsat fald er hævebeføjelsen tabt. Har køber videresolgt en mindre del af aktierne, betyder det dog ikke, at insideren blot må acceptere dette og derfor skal yde køber fuld restitution for købesummen. Køber må i så fald yde insider erstatning for de manglende værdipapirer, og insider kan opnå dækning for sit krav ved at modregne beløbet i køberens restitutionskrav på købesummen.⁴⁰⁹

Har køber en hæveadgang, opstår tillige spørgsmålet om retten til værdipapirernes udbytte (frugter).⁴¹⁰

Har køber haft et afkast/udbytte fra leveringen og frem til ophævelseserklæringens fremkomst,⁴¹¹ antages det almindeligvis, at køber må afstå dette til sælger.⁴¹²

I forbindelse med den fysiske tilbagegivelse af ydelserne opstår yderligere spørgsmålet om, *hvornår* ydelserne skal udveksles, og *hvor*

408. Jævnfør også *Sonny Kristoffersen*: De nye forbrugerkøbsregler og standardvilkår, 2002, s. 41, med note 59.

409. Jævnfør blandt andre *Nils Elmelund m.fl.*: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 151, *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 985 f, *Henry Ussing*: Køb, 1967, s. 164 f samt udkast til lov om køb, 1904, s. 82.

410. Købelovens §§ 18-20 indeholder en regulering af frugternes fordeling imellem køber og sælger, hvor der ikke foreligger en væsentlig mangel.

411. Da ophævelsen er et *påbud*.

412. Jævnfør *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 235, *Nils Elmelund m.fl.*: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 151, *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 985, *Henry Ussing*: Køb, 1967, s. 165 og for norsk ret *Kjetil Krokeide*: Restitution og berikelse ved ineffektive kontrakter, Tfr 1982, s. 487.

udvekslingen skal ske? Det er almindeligt antaget, at samtidighedsgrundsætningens princip om “ydelse mod ydelse” tillige gælder for tilbagegivelseskrav efter købelovens § 57, stk. 1. Dette er da også naturligt eftersom parternes tilbagegivelseskrav blot er en spejling af henholdsvis sælgers og købers krav på præstation af købesum og salgsgenstand efter købelovens § 14. Det betyder, at tilbagegivelse skal ske efter påkrav, jævnfør princippet i købelovens § 12 samt gældsbrevslovens § 5, stk. 1. I handelskøb vil tilbagegivelsen herefter skulle ske straks, i civilkøb uden ugrundet ophold og i forbrugerkøb inden rimelig tid.⁴¹³ Såfremt den hævende køber ikke medvirker behørigt ved tilbagegivelsen, vil en deraf følgende væsentlig forsinkelse formentligt kunne medføre, at hævebeføjelsen fortabes, jævnfør købelovens § 21, stk. 1 analogt.⁴¹⁴ Købeloven indeholder ingen regler om stedet for tilbagegivelsen. Det er dog en almindelig retsgrundsætning, at køberens forpligtelse opfyldes ved, at ydelsen stilles til disposition på køberens plads.⁴¹⁵ Det betyder, at såvel omkostningerne forbundet med samt risikoen for tilbagegivelsen pålægges insideren (sælgeren).

5.7.4 Erstatning

En insiders fortielse af intern viden vil dels udgøre en mangel og dels et ansvarsgrundlag. Ansvarsgrundlaget formuleres som sælgerens misligholdelse af sin loyale oplysningspligt og behandles i afsnit 3.6.5. I det følgende tages yderligere tre områder af relevans for erstatningsansvaret op til behandling: (i) subsumptionen som et kontrakt- eller deliktansvar, (ii) skyldgradens betydning for erstatningsproceduren og (iii) reklamation og passivitet.

Ved den erstatningsretlige vurdering af insiderens fortielse, er det centralt, om man anskuer fortielsen som en kontraktretlig eller deliktretlig

413. Jævnfør Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 151 og *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 992. Samme retsstilling antages i svensk ret af *Jan Hellner & Jan Ramberg*: Köprätt, 1991, s. 209 og *Tore Almén*: Om köp och byte av lös egendom, 1960, s. 767.

414. Se af samme opfattelse *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 992 og af ældre litteratur *Julius Lassen og Henry Ussing*: Haandbog i Obligationsretten, Speciel del, 1923, s. 277 med note 50.

415. Jævnfør Nils Elmelund m.fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 151, *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 992 og *Julius Lassen og Henry Ussing*: Haandbog i Obligationsretten, Speciel del, 1923, s. 273. Samme retsstilling antages i svensk ret i Ot. Prp 1986-87, nr. 80, s. 118 og af *Tore Almén*: Om köp och byte av lös egendom, 1960, s. 765.

krænkelse. Som udgangspunkt for vurderingen skal det fastslås, at insi-derens adfærd må kategoriseres som culpa in contrahendo (kontrahe-ringsculpa), hvorved forstås en forsømmelig adfærd i forbindelse med kontraktindgåelsen.⁴¹⁶ Det har imidlertid været omdiskuteret, hvorvidt culpa in contrahendo er et kontrakt- eller deliktansvar. *Gomard* udtaler herom, at “et krav, der støttes på culpa in contrahendo, er ikke et – al-mindeligt – kontraktkrav, et krav i anledning af kontraktbrud, men snarere et deliktskrav”.⁴¹⁷ I modsætning hertil antager *Nørager-Nielsen og Theilgaard*, at ansvaret “bygger på almindelige kontraktretlige grund-sætninger, hvorefter der foreligger det fornødne ansvarsgrundlag, når den, som har misligholdt kontrakten, ved kontraktindgåelsen har udvist en adfærd, der må betegnes som culpøs, dvs. at der foreligger *culpa in contrahendo*”.⁴¹⁸ Forinden der tages stilling til uenigheden, skal son-dringen og dens betydning for ansvaret præsenteres.

Erstatningsretten inddeles traditionelt i en erstatningsret i kontrakt-forhold og en erstatningsret uden for kontraktforhold (delikt). Denne retssystematik genfindes såvel i lande, hvis ret bygger på romerret som i lande, der bygger på den engelske common law. Sondringen herimel-lem er derfor også centralt placeret i den nordiske obligationsretlige sy-stematik.⁴¹⁹ Hvor kontrakterstatningsretten primært behandles i tilknyt-ning til den almindelige misligholdelseslære og i et vist omfang ugyl-dighedslæren, omfatter delikterstatningsretten de retsspørgsmål, der opstår, hvor der ikke består en (relevant) kontraktrelation mellem ska-devolder og skadelidte. Der eksisterer i sagens natur væsentlige lig-hedstegn mellem de to erstatningsdiscipliner. Erstatningsgrundlaget er det samme i form af kravene om ansvarsgrundlag, skade, kausalitet og adækvans. Hertil kommer de identiske krav om den erstatningsberetti-gedes tabsbegrænsningspligt samt betydningen af egen skyld. Ligele-des er formålet med og hensynene bag begge discipliner at være tryg-hedsskabende og adfærdsregulerende. Hermed er det imidlertid slut med lighederne. Forskellene falder særligt i følgende hovedpunkter:

416. Se *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret I, 2000, s. 244 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 138.

417. Se *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 138, med note 18.

418. Se *Jacob Nørager-Nielsen/Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 305 i småtrykket.

419. Se nærmere herom særligt *Bo von Eyben og Hans Henrik Vagner*: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 1 ff og *Bernhard Gomard*: Forholdet mellem Erstatningsregler i og uden for Kon-traktforhold, 1958, s. 9 ff.

hensynenes indhold, bevisbyrdereglerne, værneting og lovvalg samt erstatningens beregning.

Det er ikke det samme, der forstås ved *tryghedsskabende og adfærdsregulerende* i de to discipliner. I kontraktforhold betyder tryghedsskabende, at aftaleparterne må kunne stole på løfter og kontrakter som sådan. For at nå dette mål konstrueres reglerne adfærdsregulerende derved, at det ikke kan betale sig for en part at begå kontraktbrud. Formålene knytter sig her til en speciel prævention i form af en individbeskyttelse af aftaleparterne. I deliktforhold formuleres tryghedsskabende derimod normalt som en beskyttelse af liv og ejendele ved et krav om økonomisk genopretning og den adfærdsregulering, der her tilsigtes, betoner i stedet den almene prævention forstået som retsordenens evne til i almindelighed at motivere folks handlemønstre.⁴²⁰

Bevisbyrdereglerne er tillige forskellige. Ved ansvaret uden for kontrakt er det skadelidte, der i overensstemmelse med det almindelige procesprincip må bevise, at modparten har handlet culpøst, og at skaden er kausal. Ansvaret i kontrakt antages derimod at være et præsumptionsansvar, hvor realdebitor må føre exculpationsbevis.⁴²¹ Bevisbyrden for kausalitet vendes dog normalt ikke om.⁴²²

Sondringen er tillige bestemmende for *værnetings- og lovvalgs-spørgsmål*. Reglerne om værneting i kontraktforhold i retsplejelovens § 242 og EF-domskonventionens⁴²³ artikel 5, nr. 1 er afvigende fra reglerne om erstatning uden for kontrakt i retsplejelovens § 243 og EF-domskonventionens artikel 5, nr. 3. Om lovvalget følger det af dansk international privatret, at deliktkrav i almindelighed bedømmes efter *lex loci delicti*, hvorimod kontraktkrav bedømmes efter den lov (ret), der er vedtaget mellem parterne eller den ret, som aftalen har sin nærmeste tilknytning til, jævnfør lovvalgskonventionens artikel 3 og 4.⁴²⁴

420. Om forskellen se særligt *Bo von Eyben og Hans Henrik Vagner*: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 24.

421. Jævnfør *Nils Elmelund m.fl.*: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 93, *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 132 og 155, *Henry Ussing*: Obligationsretten – Almindelig del, 1967, s. 112. Se dog af anden opfattelse *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 252 og *Jacob Nørager-Nielsen og Søren Theilgaard*: Købeloven med kommentarer, 1993, s. 309 f, der antager, at der ikke kan opstilles en sådan almindelig bevisbyrde-regel for kontraktforhold.

422. Jævnfør *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 2. del, 2003, s. 156.

423. Konvention af 27/9-1968 om retternes kompetence og om fuldbyrdelse af retsafgørelser i borgerlige sager, herunder handelssager med senere ændringer.

424. Konvention af 19/6-1980 om, hvilken lov der skal anvendes på kontraktlige forpligtelser (80/934/EØF).

Afslutningsvist skal tillige den væsentlige forskel i *erstatningens beregning* fremhæves. Ved deliktansvaret udmåles erstatning som den negative kontraktinteresse, hvorved forstås interessen i kontraktens negation (tillidsinteressen). Subsummeres adfærden derimod som et kontraktansvar vil den erstatningssøgende kunne kræve erstatningen udmålt som den positive opfyldelsesinteresse, der udtrykker interessen i kontraktens opfyldelse (forventningsinteressen). For kontraktansvaret antages det dog i dag, at den ikke-misligholdende part normalt kan vælge imellem de to former for erstatningsberegning.

Som det vil være fremgået, er der betydelige materielle og procesuelle forskelle imellem de to ansvarsformer. Spørgsmålet er herefter, om de for insiderhandelen karakteristiske fortielser skal subsummeres som et kontrakt- eller deliktansvar. I hvert fald i forhold til disse fortielser synes subsumptionen som et kontraktansvar dog at måtte være den rette.⁴²⁵ Partsrelationen betyder, at parterne underlægges en loyalitetspligt (loyal oplysningspligt), der ikke følger af deliktretten. Hertil kommer, at oplysningspligten er kodificeret i købeloven, hvorefter fortielsen både udgør en mangel og et ansvarsgrundlag. Det vil derfor forekomme anstrengt, såfremt en fortielse, der udgjorde en kontraktretlig misligholdelse, ikke også gav hjemmel til erstatning i kontrakt. Det betyder, at køberen vil have en valgt mellem de to beregningsgrundlag for ansvaret. Vælger køberen at påberåbe sig *den negative kontraktinteresse* over for insideren, betyder det, at han kan kræve sig stillet, som om kontrakten aldrig havde foreligget. Herved kan erstatningen opgøres som differencen imellem den faktiske situation og situationen uden kontrakt. Ordinære og ekstraordinære omkostninger ved værdipapirhandelen (såsom kurtage og andre gebyrer) ville i så fald være undgået. Ønsker køber derimod *den positive opfyldelsesinteresse*, kan han kræve sig stillet, som om kontrakten var blevet opfyldt efter sit indhold. Erstatningen udgøres derved af differencen imellem rigtig og faktisk opfyldelse. Ved beregningen heraf vil erstatningen skulle opgøres som differencen imellem køberens faktiske handelskurs og den kurs,

425. Svaret er derimod mere tvivlsomt, såfremt der tales om "fritstående culpa in contrahendo" såsom det prækontraktuelle ansvar (ansvar for forgæves kontraktforhandlinger), jævnfør også *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i obligationsret I, 2000, s. 244 ff. Det prækontraktuelle ansvar behandles indgående af *Lasse Simonsen*: Prækontraktuelt ansvar, 1997.

som han ville have handlet til, såfremt han havde været i besiddelse af den interne viden.⁴²⁶

I forhold til erstatningsproceduren bør man særligt være opmærksom på skyldgradens betydning. Betydningen er blevet afdækket af Iversen,⁴²⁷ der antager en sådan refleksvirkning, at man i en insidersag bør bestræbe sig på at anlægge proceduren på en så høj skyldgrad som overhovedet muligt. Refleksvirkningen kan opstilles i fem punkter:

- (i) Påvirkning af *kausalitetsbeviset* – jo grovere skyld, desto mere kan skadelidtes bevis for kausalitet lempes.⁴²⁸
- (ii) Påvirkning af *adækvansbetingelsen* – jo grovere skyld, desto mindre skal der til for at anse skaden for adækvat.⁴²⁹
- (iii) Påvirkning af *tabsbeviset* – jo grovere skyld, desto mindre bliver beviskravet for tabets størrelse.⁴³⁰
- (iv) Påvirkning af *egen skyld-vurderingen* – jo grovere skyld, desto mindre vægt tillægges medkontrahentens egen skyld.⁴³¹
- (v) Påvirkning af *tabsbegrænsningspligten* – jo grovere skyld, desto mindre krav stilles der til medkontrahentens tabsbegrænsningsforanstaltninger.⁴³²

Afslutningsvist skal det påpeges, at betingelsen for, at køber kan gøre erstatningsbeføjelsen gældende, er, at der reklameres *rettidigt*, og at beføjelsen tillige ikke fortabes ved *passivitet*. Herom kan i det hele henvises til det ovenfor i afsnit 5.7.2 anførte. For handels- og civilkøb

426. Tilhængere af læren om den hypotetiske årsagskonkurrence vil dog i stedet beregne en eventuel erstatning som differencen imellem den faktiske handelskurs og den hypotetiske handelskurs, som køber ville have handlet til, såfremt han handlede med en tredjemand i stedet for insideren. Se nærmere herom ovenfor i afsnit 3.6.6.

427. Se Torsten Iversen: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000, s. 78 ff.

428. Se herom tillige Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 273, Anders Vinding Kruse: Erstatningsretten, 1989, s. 146 og 151, Stig Jørgensen: Erstatningsret, 1972, s. 218 og Henry Ussing: Erstatningsret, 1962, s. 202.

429. Se herom tillige Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 280, Anders Vinding Kruse: Erstatningsretten, 1989, s. 164 f, Stig Jørgensen: Erstatningsret, 1972, s. 208 med note 27.

430. Se herom tillige Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 212 og Henry Ussing: Erstatningsret, 1962, s. 202.

431. Se herom tillige Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret, 1999, s. 295, Anders Vinding Kruse: Erstatningsretten, 1989, s. 318, Stig Jørgensen: Erstatningsret, 1972, s. 232 f, Henry Ussing: Erstatningsret, 1962, s. 186 ff og Bernhard Gomard: Egen skyld, UfR 1958B, s. 149.

432. Standpunktet ses ikke fremført i anden erstatningsretlig litteratur, men ligger fint i tråd med de øvrige antagelser om skyldgradens betydning.

kræves, at køber afgiver en *neutral reklamation* straks eller uden ugrundet ophold, jævnfør princippet i købelovens § 52.⁴³³ I forbrugerkøb er det derimod tilstrækkeligt med en neutral reklamation inden rimelig tid, jævnfør købelovens § 81. Såfremt sælgeren retter en forespørgsel herom, må forbrugeren dog efter omstændighederne være forpligtet til at tilkendegive, hvilken beføjelse han vil gøre gældende.⁴³⁴

5.8 Retspraksis om værdipapirhandel

Der foreligger ikke trykt dansk retspraksis, hvor en insiderhandel med værdipapirer noteret på fondsbørsen eller optaget til omsætning på en autoriseret markedsplads er blevet mødt med en købe-/obligationsretlig misligholdelsespåstand og/eller påstand om erstatning imellem aftaleparterne. Så vidt det ses, foreligger der ligeledes ikke nogen trykte nordiske domme, hvor retten statuerer misligholdelse i en hermed lignende situation. Der findes derimod en righoldig praksis om virksomhedsoverdragelser, hvor sælgerens fortielser udgør misligholdelse. Som fremgået af afhandlingens afgrænsning i afsnit 1.3 er analysen valgt koncentreret om den løbende handel med ikke-kontrollerende aktieposter. Det skyldes, at handelskarakteristikaene ved eksempelvis en virksomhedsoverdragelse, fusion eller overdragelse af kontrollerende aktieposter, snarere vil ligne et specieskøb med meget omfattende forudgående undersøgelser af selskaberne og en udførlig informationsudveksling imellem aftaleparterne. Herved afviger de i betydelig grad fra den løbende handel på det sekundære værdipapirmarked. Hertil kommer, at insiderhandel i forbindelse med virksomhedsoverdragelser eller lignende normalt ikke foregår mellem sælger- og købervirksomheden, men derimod mellem én af disse og en udenfor stående tredjemand, således som det eksempelvis var tilfældet i Konsul Øien-, C.W. Obel-, Martin Gruppen- og Midtbank-dommen. Det vurderes derfor, at en obligationsretlig analyse af den foreliggende praksis ikke bidrager til at belyse afhandlingens formål og emne.

433. Se dog *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 227, der formulerer den almene regel som en pligt til at reklamere *inden rimelig tid*.

434. Jævnfør også *Sonny Kristoffersen*: De nye forbruger købsregler og standardvilkår, 2002, s. 41, med note 59.

Kapitel 6

Retsteoretiske overvejelser

6.1 Indledning

Afhandlingens hovedformål har været at foretage en obligationsretlig analyse af insiderhandel efter gældende dansk ret. Herved har behandlingen primært været disponeret retsdogmatisk, forstået som en beskrivelse, analyse og systematisering af gældende ret. Under analysens enkelte dele forekommer der til tider teoretisk uenighed eller usikkerhed om retsstillingen. I så fald er der taget stilling til, hvad der kan antages at udgøre gældende ret. Denne stillingtagen falder dog ind under, hvad der i almindelighed kan betegnes som den retsdogmatiske metode.⁴³⁵ De overvejelser, der her gøres til genstand for behandling, har derimod en mere retsteoretisk karakter, om end de i vidt omfang udspringer af de konklusioner, der er blevet draget i de foregående kapitler. *Det første emne* vedrører diskussionen om retfærdighed og tab (afsnit 6.2). Det diskuteres til stadighed, hvorvidt insiderhandel kan anses at medføre nogen skadevirkning. I en obligationsretlig sammenhæng må denne diskussion spille en særlig rolle, da retsområdet udelukkende beskæftiger sig med fordringer af økonomisk værdi. Modsat er værdipapirhandelsretten en markedsret, hvor skade har en anden og bredere betydning, og hvor begrebet derfor ikke udelukkende kan afgrænses til økonomisk skade. Skadesbegrebet må derimod i højere grad indeholde betragtninger over retfærdighed, herunder særligt om retsfølelse og lighed. I *det andet emne* behandles det principielle forhold mellem obligations- og værdipapirhandelsretten (afsnit 6.3). Der er tale om et retligt brydningsfelt, hvor den samme adfærd (insiderhandel) reguleres i forskellige retsdiscipliner med afvigende virkelighedsgrundlag og hensyn. Dette brydningsfelt har fordret en vis nysgerrighed, og der gøres nogle overvejelser herover. Afslutningsvis behandler *det tredje emne* afhandlingens sekundære formål, indeholdende en vurdering af henholdsvis refleksioner over obligationsrettens anvendelse på insiderhandel (afsnit 6.5 og 6.6). Konklusionen er, at retsstillingen ved markeds-

435. Jævnfør Stig Jørgensen: Ret og samfund, 1970, s. 22 f og Alf Ross: Virkelighed og Gyldighed i Retslæren, 1934, s. 108.

transaktionerne er præget af tilfældighed, hvorved lige tilfælde behandles forskelligt. Hertil kommer, at markedstransaktionerne har fjernet sig så meget fra obligationsrettens virkelighedsgrundlag, at obligationsretten i sin nuværende udformning ikke *bør* finde anvendelse herpå.⁴³⁶ En ændring af retsstillingen overvejes, og der opstilles nogle retssystematiske parametre en sådan ændring bør forholde sig til.

6.2 Retfærdighed og tab

6.2.1 Insiderhandelens enigma

I såvel den juridiske som økonomiske litteratur er det anfægtet, om insiderhandel overhovedet medfører nogen skadevirkning, dels for de enkelte investorer og dels for markedet som sådan. Debatten har primært været ført i USA, hvor særligt repræsentanter fra den såkaldte *Chicago-school* har advokeret imod et forbud mod insiderhandel.⁴³⁷ Der findes en anseelig mængde amerikansk litteratur, der beskæftiger sig med reguleringens berettigelse.

Er repræsentativt og kronologisk overblik over synspunkterne kan fås ved gennemlæsning af følgende værker: *Manne*: Insider Trading and the Stock Market, 1966, *Scott*: Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy, 9 J. Leg. Stud. 801, 1980, *Wang*: Trading on Material Nonpublic Information on Impersonal Stock Markets: Who Is Harmed and Who Can Sue Whom Under SEC Rule 10b-5, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1981, *Cox*: Insider Trading and Contracting: A Reply to the Chicago School, Duke L.J. 628, 1986, *Fisch*: Start Making Sense: An Analysis and Proposal for Insider Trading Regulation, 26 Ga. L. Rev. 179, 1992, *Georgakopoulos*: Insider Trading as a Transaction Cost: A Market Microstructure Justification and Optimization of Insider Trading Regulation, 26 Conn. L. Rev. 1, 1993, *Bainbridge*: Insider Trading Regulation: The Path Dependent Choice Between Property Rights and Securities Fraud, 52 SMU L. Rev. 1589, 1999.⁴³⁸

436. Dette spørgsmål må ikke blandes sammen med spørgsmålet, om obligationsretten *kan* finde anvendelse på markedstransaktionerne. Dette spørgsmål er behandlet ovenfor i afsnit 3.4.

437. Chicago-skolen bruges som en samleetikette for en skole af teoretikere (både økonomer og jurister), hvis teorier i særlig grad fokuserer og bygger på de frie markedskræfter.

438. Af nordiske værker med en behandling heraf kan blandt andre fremhæves *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmisbruk, 2002, s. 36 ff, *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 261 ff, *Lars Afrell/Håkan Klahr/Per Samuelsson*: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 270 ff, *David Moalem/Jakob Kristensen*: Insider trading – ulovlig handel med værdipapirer, Justitia 1998:3, s. 8 ff og *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 28 ff.

I modsætning hertil har den europæiske debat været forholdsvis sparsom. At debatten ikke har fået en mere central placering i Europa, skyldes formentlig, at der ikke synes at være nogen fremtrædende europæiske fortalere for en deregulering. Hertil kommer, at vi har kunnet tage afsæt i den amerikanske debat, der ikke har ført til en sådan. Man kunne derfor vanskeligt forestille sig et anderledes udfald i Europa.⁴³⁹ Den manglende debat har dog haft en vis negativ effekt i form af et knapt så stærkt fokus på mulige rationaler bag insiderforbuddet. I USA har begge sider måttet udvikle og slibe sin argumentation til for at kunne forsvare regulering henholdsvis deregulering. I Europa har man derimod kunne forlade sig herpå og blot importere resultatet i form af forbuddet mod insiderhandel. Det betyder, at såvel den EU-retlige som den danske lovgivnings fundament blot består af nogle generelle betragtninger af nationaløkonomisk observans, hvorefter insiderhandel anses at skade investorernes tillid til markedet og dermed markedet per se.

Rationalerne for og imod insiderhandel er imidlertid af værdi for afhandlingens emneområde. Det skyldes, at de kan inddeles i sådanne, der er baseret på *retfærdighedsbetragtninger* og sådanne, der er baseret på *økonomiske betragtninger*. Anvendes *retfærdighedsbetragtninger* kan insiderhandel anses for uretfærdigt, fordi det bryder med en grundlæggende lighedsgrundsætning forstået som lighed til udnyttelse af information. Lighed og retfærdighed udgør da også to af værdipapirhandelsrettens tre grundprincipper om lighed, retfærdighed og gennemskuelighed efter værdipapirhandelslovens § 18. Anlægges i stedet *økonomiske betragtninger*, må man beskæftige sig med, hvorvidt insiderhandelen påfører andre individer et økonomisk tab. Selvom de to rationaler er beslægtede og ofte fremføres sammen, er de væsensforskellige og kan hver især begrunde værdipapirhandelsrettens forbud mod insiderhandel. Derimod kan kun de økonomiske betragtninger understøtte obligationsretlige retsvirkninger, med mindre man ønsker at omfordele økonomiske værdier ud fra kompensationsbetragtninger (hvor der ikke opstilles et tabskrav).

439. Der findes dog adskillige referencer til debatten i den europæiske værdipapirhandelsretlige litteratur.

6.2.2 Retfærdighed som moralsk begreb

Behandlingen af retfærdighedsrationalet kan naturligt tage sit afsæt i professor *Mannes* klassiske citat om studinen, der under en forelæsning om, insiderforbuddets berettigelse må opgive at finde rationel støtte herfor, hvorpå hun stænkende i gulvet udbryder: “I don’t care – It’s just not right”.⁴⁴⁰ *Mannes* citat synes dog ikke at yde retfærdighedsargumentet tilstrækkelig værdighed. I stedet reduceres den moralske indvending til et standpunkt uden egentligt indhold. I en skandinavisk kontekst har *Ross* udtrykt noget tilsvarende: “At påberåbe sig retfærdighed er det samme som at slå i bordet: et følelsesmæssigt udtryk der gør ens krav til et absolut postulat og dermed basta.” At påberåbe sig retfærdigheden betyder derfor “intet som helst andet end at give kravet en patetisk underbygning der afskærer en rationel argumentation, der kunne bane vej for en forståelse”.⁴⁴¹ Kan man ikke finde bedre argumenter, kan man med andre ord altid påberåbe sig retfærdighed. Der kan imidlertid være gode grunde til studinens oplevelse af insiderhandel som uretfærdigt. Snarere burde man derfor analysere de principielle vurderinger og faktiske forhold, der kan begrunde forbuddet mod insiderhandel, idet dette fremtvinger en stillingtagen til selve naturen af den pågældende adfærd.

Om man overhovedet vil anerkende retfærdighed som retlig konstruktion afhænger, som antydning ovenfor, af hvilken form for retsvidenskab, man er tilhænger af. Den realistiske retsvidenskab vil med *Ross* afvise “retfærdigheden” og “den almindelige retsfølelse”, som uvidenskabelig metafysik. *Ross* definerer retfærdighedsbegrebet således: “Ud fra den opfattelse, at alle retlige problemer er fordelingsproblemer, går retfærdighedens postulat ud på et krav om *lighed i fordeling eller tildeling af fordele eller byrder*. Retfærdighed er lighed.”⁴⁴² Retfærdighed må altså forstås som et relativt begreb, det vil sige som et krav om at *lige tilfælde behandles lige*. Denne formulering betegnes det *formelle lighedskrav*. For at puste liv heri opstiller *Ross* et udfyldende *materielt lighedskrav*, hvorved forstås kvalifikationen af de kriterier, hvormed man fastlægger, hvad der er lige tilfælde. Efter at have underlagt lighedsbegrebet sin analyse når *Ross* frem til, at begrebet udelukkende får

440. Se *Henry G. Manne*: Insider Trading and the Stock Market, 1966, s. 233.

441. Se *Alf Ross*: Om ret og retfærdighed, 1953, s. 358.

442. Se *Alf Ross*: Om ret og retfærdighed, 1953, s. 351.

betydning som følge af, at retsordenen opstiller visse almene kriterier for, hvornår noget er lige – det materielle lighedskrav, og det er netop afhængigheden heraf, der fører til konklusionen, at lighedsidealet som sådant ikke betyder andet end korrekt anvendelse af en almindelig regel. Ifølge *Ross*' terminologi er konsekvensen nemlig "at den tilsyneladende evidens, der kan knytte sig til lighedstanken og som føles at give retfærdighedsformlerne deres selvtilstrækkelige begrundelse, slet ikke dækker det der er det praktisk essentielle i disse formler, nemlig de materielle vurderingspostulater".⁴⁴³ Dette fører i sidste ende til hans forkastelse af retfærdigheden: "vi der har sat os til opgave at undersøge hvilket bidrag videnskaben kan yde til en rationel drøftelse af politiske problemer, og som har gennemskuet bedraget, [...] må nægte retfærdighedsideologien plads i en rationel retspolitisk argumentation."⁴⁴⁴

Man kan imidlertid anføre, at den principielle retsfilosofiske afvisning af retfærdighed hovedsageligt vil være en terminologidiskussion, hvorved forstås, at omdrejningspunktet snarere har karakter af, *hvad* man betegner retfærdighedsproblematikken, og ikke af *om* problematikken har relevans. Modpolerne repræsenteres af to retsfilosofiske skoler – naturretsteoretikerne og retspositivisterne, der igennem århundreder har været på kollisionskurs, og hvis uenighed primært har vedrørt moralens plads i retsbegrebet. Som påpeget af *Zahle* er "aktuelle naturretlige forfattere [...] oftest villige til at lægge visse dominerende moralske standpunkter til grund for deres naturforståelse, og retspositivisterne er villige til at lade den faktiske orden underkaste en mere eller mindre indgribende moralsk censur. Så det er svært at se, at denne uenighed skulle udgøre nogen praktisk forskel."⁴⁴⁵ Som eksempel kan *Hart*, der står for den stadig dominerende retspositivisme, fremhæves. *Hart* vil holde moral ude af retsbegrebet – derfor er han positivist – men han anerkender, at moral spiller en rolle ved fortolkning af love og andre retskilder, og at retten – for at være ret – må opfylde visse minimale indholdsmæssige krav.⁴⁴⁶ Man kan derfor kun være enig, når *Zahle* konkluderer, at dette i praksis ikke er til at skelne fra en nogenlunde virkelighedsnær naturret.

443. Se *Alf Ross*: Om ret og retfærdighed, 1953, s. 357.

444. Se *Alf Ross*: Om ret og retfærdighed, 1953, s. 359.

445. Se *Henrik Zahle*: Hvad skal jeg gøre i denne sag – Retsfilosofien mellem videnskab og praksis, Ju 2003:3, s. 82.

446. Se *H.L.A. Hart*: The Concept of Law, 1994.

Som fremgået vil det være en interessant om end krævende opgave at få kvalificeret retfærdighedsbegrebet nærmere. I nærværende sammenhæng skal det blot fremhæves, at retfærdighed, forstået som lighed, ligger til grund for den værdipapirhandelsretlige lovgivning og må antages at spille en rolle for de investorer, der handler på værdipapirmarkedet. Om den ulighed investorerne oplever rent faktisk påfører dem et tab, er i den sammenhæng ikke bestemmende for retfærdighedsfølelsen. Problemet er dog, at begrebet derved får en subjektiv karakter, der fokuserer på retsfølelse frem for retsfakta, hvilket gør en nærmere analyse vanskelig. Om denne subjektivering kan man som *Afrell, Klahr & Samuelsson* med en vis rette sige, at herved “framträder argumentet för en reglering närmast som ett cirkelargument – vi har inget att frukta förutom fruktan själv”.⁴⁴⁷ I forhold til følelsen af ret og uret ved insiderhandel, kan retssociologien dog være af interesse. I USA er der foretaget retssociologiske undersøgelser, der påviser, at man er mere tilbøjelig til at anse en adfærd for klandreværdig, når den krænkede er et andet individ, som man står i en personlig relation til, end hvor den krænkede er en mere anonym enhed.⁴⁴⁸ Det er vel tillige sådan, at jo mere fjern og abstrakt en potentiel skadelidt er, desto mindre bliver opfattelsen af, at man begår en ulovlighed. Dette har særlig betydning for insiderproblematikken, hvis arketype-situation netop er handelen i det anonyme værdipapirmarked (markedstransaktionerne). Her må man antage, at investorernes retsfølelse både som krænker og krænkede vil være anderledes end i den traditionelle obligationsretlige virkelighed, hvor aftaler indgås i et personligt aftalerum. En sådan antagelse ville unægteligt svække det subjektive retfærdighedsarguments (retsfølelsen) tyngde i den værdipapirhandelsretlige argumentation.

6.2.3 Økonomiske tabsbetragtninger

I modsætning til retfærdighedsbegrebets fokusering på moral og retsfølelse, knytter de økonomiske tabsbetragtninger i insidersammenhængen sig til den mere objektive konstatering af en økonomisk skadevirkning på andres formuegoder (penge eller værdipapirer). Man kan med (endnu) et farverigt citat af *Ross* formulere det økonomiske ræson således: “Jeg vil opstille det som en almindelig anbefalelsesværdig regel, at

447. Se *Lars Afrell/Håkan Klahr/Per Samuelsson*: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998, s. 275.

448. Se blandt andre *William K. S. Wang/Marc I. Steinberg*: Insider Trading, 1996, s. 105-117 med yderligere henvisninger.

en handling aldrig bør forbydes, endsige straffes, når dens interferens med andres interesser ganske er betinget af, at andre fordømmer den moralsk. Mere bramfrit udtrykt: Folk skal have lov til at foretage sådanne handlinger der ikke rager andre, bortset fra at andre anser dem for syndige i sig selv”.⁴⁴⁹

De økonomiske tabsbetragtninger er fundamentet i den obligationsretlige tankeverden, der beskæftiger sig med forhold af økonomisk værdi. Obligationsretten er som udgangspunkt individorienteret, forstået der- ved, at man tilsigter en personlig beskyttelse af individets formue. Ved de udnyttelsesforbud, der analyseres i afhandlingen, har retsordenen konstrueret regler om, at en krænket enten kan frigøre sig eller fastholde aftalen samt, at han kan kræve sit tab erstattet. Hertil kræves dog, at fortielsen har en vis betydning: en betydning, der formuleres i kravet om, at fortielsen skal være bestemmende. Dette er en anderledes retskonstruktion end værdipapirhandelsrettens markedsorientering, hvor den skadelidte er markedet per se. Som det vil fremgå nedenfor i afsnit 6.4.1 om beskyttelseshensynene, bygger værdipapirhandelslovens forbud da heller ikke på sådanne snævre økonomiske tabsbetragtninger.

6.3 Retsdisciplinære konvergensspørgsmål

Afhandlingens emneområde repræsenterer ikke et unikt retligt fænomen. I de seneste årtier har man kunnet iagttage udviklingen af specielle retsdiscipliner, der for fleres vedkommende er trængt ind på området for juraens almindelige del. Udviklingen er en nødvendig følge af behovet for at tilpasse retten den stadigt mere komplekse virkelighed, og konsekvensen er, at der i dag er sket en ikke ubetydelig retliggørelse af det moderne samfund – en udvikling, der i retssociologien beskrives som “rettens kolonisering af livsverdenen”.⁴⁵⁰ De nye retsdiscipliner/ retsområder udvikles, fordi virkeligheden ændrer sig, og der opstår et praktisk behov herfor. Dermed har man også erkendt, at retsdisciplinerne/retsområderne ikke udelukkende kan vurderes ved hjælp af det allerede kendte. Det er dette skisma, som her kaldes det retsdisciplinære konvergensspørgsmål.⁴⁵¹ Konvergens bruges herved som en sam-

449. Se *Alf Ross*: Ret og retfærdighed, 1953, s. 466 f.

450. Begrebet er særligt gjort kendt af *Jürgen Habermas* i værket *Theorie des kommunikativen Handelns*, Band 2, 1981, s. 527 f.

451. Begrebet er afledt af konvergent, der bruges om to linjers retning mod det samme punkt.

lebetegnelse for et retligt brydningsfelt eller samspil, og begrebet omhandler i sin grundsubstans retsdisciplinernes indbyrdes afgrænsning og berøringsflader. Ved det retlige samspil komplementerer disciplinerne hinanden. Ved brydningsfeltet opstår der en retlig inkonsistens. Hvilken disciplin har forrang ved regeloverlap? Hvordan skal man løse retskonflikter, når disciplinerne er sideordnede? Skal retsregler overføres og anvendes på samme måde på den nye og ændrede virkelighed? Dette er blot nogle af de meget vigtige konvergensspørgsmål, som i dag må behandles i retsvidenskaben.

I disse år synes der påvist et voksende antal anomalier mellem gamle og nye samt almene og specielle discipliner.⁴⁵² Man kan med *Stuer Lauridsen* formulere det således, “at retssystemet for så vidt kan siges til stadighed at befinde sig i en tilstand af disharmoni og mangel på fuldstændig konsistens”.⁴⁵³ Samme konklusion nås af *Blume*, der med henvisning til blandt andet forandringstempoet konkluderer, at “retssystemet [har] fået en indretning, der er truende for dets eksistens som sammenhængende system”.⁴⁵⁴ Til eksemplifikation kan man fremhæve den parallelle retsvidenskabelige indsats på så forskellige områder som markedsretten, skatteretten og idrætsjuraen.

Markedsretten betragtedes oprindeligt som en del af konkurrenceretsdisciplinen, hvilket hovedsageligt skyldtes *Knophs* indsats.⁴⁵⁵ Først med *Bernitz’* doktorafhandling “Marknadsrätt” fra 1969 opnåede markedsretten sin selvstændighed som begreb og juridisk disciplin i den juridiske teori.⁴⁵⁶ I Danmark indtraf det officielle terminologiskift dog først i 1974/75, hvor en ny markedsføringslov afløste den hidtidige konkurrencelov. Konkurrenceretsbegrebet genindførtes herefter først officielt i 1989, hvor konkurrenceloven erstattede monopolloven. Den retsdisciplinære debat var dog ikke skrinlagt med det officielle termi-

452. Se herom *Thomas Wilhelmsson*: De almänna lärorna under trycket från rättens fragmentering och avnationalisering, Retfærd, 2003. Om brydningsfeltet imellem den almene offentlige ret og arbejdsretten se blandt andre *Hans Gammeltoft-Hansen*: Ombudsmandens varetægtelse af de forvaltningsretlige hensyn inden for det arbejdsretlige område – nogle generelle betragtninger, Ju 2003:7, s. 241 og *Jens Kristiansen*: Offentlige personaleforhold i en brydningstid, Ju 2003:7, s. 252.

453. Se *Preben Stuer Lauridsen*: Studier i retspolitik argumentation, 1974, s. 555.

454. Se *Peter Blume*: Juristen i det usikre retssystem, Ju 2002.192.

455. Se *Ragnar Knoph*: Oversikt over Norges Rett, 1934, s. 354 ff og *samme*: Åndsretten, 1936, s. 519.

456. Se *Ulf Bernitz*: Marknadsrätt, 1969, s. 52 ff og 62 ff. Det er interessant at Bernitz selv angiver Sten Tingelin som termens ophavsmand i Juristnytt 1968, s. 415, jævnfør afhandlingens s. 63.

nologiskift. Tværtimod har der igennem adskillige årtier været ført en omfattende debat om disciplinens indhold og afgrænsning.⁴⁵⁷

Den *skatteretlige* konvergensdebat synes særligt at have koncentreret sig om forholdet mellem skatte- og civilretten. Omdrejningspunktet har været om civilrettens begrebsapparat skulle diktere den skatteretlige fortolkning af de tilsvarende begreber i skattelovgivningen. Eksempelvis om begreber såsom overdragelse eller juridisk person skal forstås på samme måde i henholdsvis skattelovgivningen og den almindelige formueret. Hertil kommer værdifulde specialstudier af for eksempel forholdet mellem skatteret og selskabslovgivningen samt skatteret og årsregnskabsloven.⁴⁵⁸

Også *idrætsjuraen* (sportsretten) har påkaldt sig en stadigt større retsvidenskabelig interesse i takt med, at de økonomiske interesser inden for idrætten er vokset betydeligt. *Evald* har (med en vis humor) formuleret spørgsmålet således: "I den egyptiske by Sharm el-Sheik blev fredstopmødet i oktober måned 2000 mellem Israel, palæstenserne, Egypten og USA afholdt på et *sportshotel*. I september måned 2000 blev en superligafodboldspiller dømt for vold efter et håndgemæng i en taxa. Ingen vil sikkert mene, at der her er tale om to *idrætsjuridiske* eksempler eller begivenheder. Men hvad er i henseende til idrætsjura-terminologien forskellen mellem den fodboldspiller, der efter en nat i byen slår på en medpassager i en taxa, og den fodboldspil-

457. Om markedsføringslovens område se Folketingstidende 1973/74 tillæg A, spalte 2256. Af litteratur udover de allerede nævnte værker se blandt andre *Erling Borchert/Frank Bøggild*: Markedsføringsloven, 2001, s. 23 ff, *Palle Bo Madsen*: Markedsret, Del 1, 2000, s. 1-18, *Ulf Bernitz*: Market Law as a Legal Discipline, Scandinavian studies in Law, 1979, s. 53 ff, *Paul Krüger Andersen*: Markedsføringsret, 1978, s. 76 f, *Mogens Koktvedgaard*: Konkurrenceprægede Immaterialretspositioner, 1965, s. 275 ff og *samme*: Lærebog i konkurrenceret, 2000, s. 41 f.

458. Af litteratur se blandt andet debatten imellem *Nikolaj Vinther/Erik Werlauff* og *Jakob Bundgaard* – *Nikolaj Vinther/Erik Werlauff*: Når civilretten fraviges i skatteretlig sammenhæng, TFS 2003, s. 345, *Jakob Bundgaard*: Lidt mere om konvertible obligationer i skatte- og civilretten – TFS 2003, 113 LR, revisited, TFS 2003, s. 523 og *Nikolaj Vinther/Erik Werlauff*: Skatteretten må ikke vilkårligt afvige civilretten, TFS 2003, s. 705. Se i øvrigt *Jakob Bundgaard*: On tax Law and Private Law Relations, Scandinavian Studies in Law – Volume 44, s. 77 ff, *samme*: Regnskabet og skatteretten (I) Årsrapportens civile retlige forudsætninger, SR-Skat 2002, s. 126 ff *samme*: Regnskabet og skatteretten (II) Årsrapportens skatteretlige effekt, SR-Skat 2002, s. 224 ff, *Nikolaj Vinther*: Skat og årsrapport – Refleksioner over regnskabsreformens betydning for skatteretten, UfR 2002B, s. 243 ff, *Aage Michelsen*: Forholdet mellem selskabsret og selskabsskatte, NTS 1999:1, s. 91 ff, *Jan Pedersen*: Mere om forholdet mellem skatteret og civilret, SR-Skat 1992, s. 101 ff, *I. A. Strobel*: Forholdet mellem skatteret og civilret?, SR-Skat 1991, s. 377 ff, *Jan Pedersen*: Skatteudnyttelse, 1989 og *Thøger Nielsen*: Beregningsgrundlag og ligningsgrundlag, TfR 1963, s. 347 ff.

ler, som under en fodboldkamp nikker en fodbolddommer en skalle? Med andre ord, på hvilke måder adskiller idrætsjuraen sig fra den almindelige jura?”. Ved at analysere idrætsjuraen har *Evald* blandt andet konkluderet, at der består en vekselvirkning imellem den almindelige jura og idrætsjuraen, derved at eksempelvis “idrætshensynet” kan begrunde en præcisering, indskrænkende eller udvidende fortolkning af reglerne fra juraens almindelige del.⁴⁵⁹

Den retsvidenskabelige indsats inden for så forskellige områder som markedsretten, skatteretten og idrætsjuraen har stor værdi – såvel praktisk som retsvidenskabeligt. I forhold hertil er det et lignende spædt skridt, der tages nedenfor om brydningsfeltet mellem obligations- og værdipapirhandelsretten.

6.4 Om obligations- og værdipapirhandelsrettens brydningsfelt

6.4.1 Beskyttelseshensynet ved forbuddet mod insiderhandel

Som nævnt i afhandlingens indledning beskriver værdipapirhandelsrettens udnyttelsesforbud mod insiderhandel en adfærd, der er velkendt i obligationsretten. Insiderforbuddets asymmetriske handelssituation, hvor den ene part er i besiddelse af en bestemmende viden og handler på baggrund heraf, har således kunnet udgøre kardinalpunktet for de foregående kapitlers obligationsretlige analyse. Det faktum, at det er den samme adfærd, der søges reguleret, bør dog ikke lede til den opfattelse, at det er de samme *hensyn*, der ligger bag. Dette formuleredes ganske rammende af det børsudvalg, der i 1990 fik til opgave at vurdere de hidtidige danske regler om insiderhandel i lyset af, at man i EU-regi året forinden havde vedtaget insiderdirektivet.⁴⁶⁰ Om hensynet bag samt formålet med et forbud mod insiderhandel udtalte børsudvalget følgende: “Ønsket om at gennemføre insider-forbudene må ses i sammenhæng med et generelt ønske om at sikre et effektivt og velfungerende marked for tilvejebringelse af kapital [...]. Afgørende for vær-

459. Se *Jens Evald*: Idrætsjura – en selvstændig retsdisciplin?, Rettid 2002, s. 1 ff. Af litteratur se blandt andre *Lars Hallgreen*: Sportsret, 2000, *Heikki Halila*: Vad är kännetecknande för idrottsjuridiken?, Finskt-svenskt idrottsjuridiskt seminarium, red. av Heikki Halila och Olli Rauste, 1999, s. 11 ff, *Jens Evald*, m.fl.: Idræt og Jura, 1997, *Preben Stuer Lauridsen*: Idrætsjura, 1983.

460. Se Rådets direktiv 89/592/EØF i EFT nr. L 334/30.

dipapirhandlen, herunder handlen over fondsbørsen, er blandt andet investorenes tillid til, at de stilles lige. Denne tillid kan svækkes, såfremt der forekommer insider-handel, idet visse investorer herved opnår en fordel, som andre ikke har mulighed for. Formålet med at indføre insider-forbud, som er strafsanktionerede, er således primært at sikre en generel samfundsmæssig interesse i at skabe og bevare tilliden til det finansielle marked”.⁴⁶¹

Den primære begrundelse for det danske insiderforbud er dermed, at man ønsker at beskytte værdipapirmarkedet.⁴⁶² Samme begrundelse genfindes i det dagældende insiderdirektiv⁴⁶³ og i det nyligt vedtagne markedsmisbrugsdirektiv.⁴⁶⁴

Omvendt udtalte børsudvalget følgende om den enkelte investors beskyttelse: “Beskyttelsen af den enkelte køber/sælger opnås ved anvendelse af almindelige civilretlige regler om ugyldighed, misligholdelse og erstatning [...] samt straffelovens kapitel 28 og 29 om formueforbrydelser. Strafsanktionering af insider-forbudene er således i mindre grad begrundet ud fra et ønske om at beskytte de personer, der som køber eller sælger i det konkrete tilfælde handler med en insider [...]”.⁴⁶⁵

Beskyttelsen af de enkelte investorer ligger altså i henholdsvis civilretten (obligationsretten) og i den almindelige strafferet. At børsudvalget har valgt at fremhæve strafferetten på lige fod med civilretten synes teoretisk velbegrundet, idet straffelovens bestemmelser om formueforbrydelser, i lighed med obligationsretten, fordrer en kobling mellem den strafbare handling og et konkret formuetab for en eller flere personer. Dette står i kontrast til værdipapirhandelsretten, hvor forbrydelsen antages at være begået over for markedet som sådant. I praksis kan strafferettens formueforbrydelser dog ikke antages at have nogen større betydning ved insiderforbrydelser efter dansk ret, hvilket skyldes det værdipapirhandelsretlige insiderforbuds karakter af *lex specialis*, hvor-

461. Se Betænkning nr. 1216/1991 om Insider-handel, s. 33.

462. Jævnfør også *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 399 og *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 11 f. *Nis Jul Clausen* var medlem af det børsudvalg, der forfattede betænkningen.

463. Se præamblen i Rådets direktiv 89/592/EØF. Af litteratur herom se *Klaus Hopt*: The European Insider Dealing Directive, 27 *Common Market Law Review* 51, 1990.

464. Se direktiv 2003/6 EF af 28. januar 2003. Direktivet godkendtes af Rådet den 3. december 2002 og tiltrådtes af Kommissionen den 11. december 2002.

465. Se Betænkning nr. 1216/1999 om insiderhandel, s. 33.

efter man netop har indført en strafregulering for denne særlige form for bedrageri.

I norsk ret fremhæves markedshensynet som det bærende legislative hensyn,⁴⁶⁶ og om tillidshensynets generelle relevans udtales følgende: “Verdipapirmarkedets opgaver kan ikke bli løst dersom det ikke er aktører som ønsker å tegne, kjøpe eller selge verdipapirer. En avgjørende forutsetning for at noen vil delta i et verdipapirmarked er at de har tillit til at markedet fungerer på en forutsigbar måte”.⁴⁶⁷

I svensk ret formuleres markedsorienteringen endnu stærkere. I forarbejderne til insiderlagen af 1990 anføres følgende: “En brist på tätt-visa spelregler på marknaden får antas medföra att investerare tapper förtroendet och söker sig till andre marknadsplatser där konkurrensen sker på like villkor för alla aktörer. När förtroendet för spelreglerna på en marknadsplats minskar, finns det risk att omsättningen minskar vilket leder till en sämre marknadseffektivitet. En sådan utveckling vore till förfång för en fortsatt god riskkapitalförsörjning”.⁴⁶⁸ Herefter går man skridtet videre ved at drage følgende konsekvens af markedsorienteringen: “Insiderlagen bör vara tillämplig på alla affärer där en part sakner anledning att ta reda på vem som är modpart och på affärer, som avsluttas vad gäller bl.a. likvid och leverans på för marknaden i fråga sedvanligt sätt. Affärer som sker mellan parter som er kända för varandra och som föregås av mer eller mindre omfattande förhandlingar och upprättande av skriftliga avtal, faller utanför lagens tillämpningsområde”.⁴⁶⁹ Den svenske insiderlag regulerer derved kun insiderhandel ved markedstransaktioner og der er ydermere indsat følgende straffrihedsgrund i lovens § 20, stk. 4: “I fall som kan antas sakna betydelse för allmänhetens förtroende för värdepappersmarknaden eller som annars är ringa skall inte dömas till ansvar enligt denne paragraf”.⁴⁷⁰

I international sammenhæng må det fremhæves, at også den føderale amerikanske værdipapirhandelsret anfører samme markedsretlige be-

466. Se Finansdepartementets høringsnotat af 20/11 1990, s. 24 samt *NOU 1978:42*, s. 78 f og 112 f. Se udførligt herom *Rube Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 32 ff.

467. Se *NOU 1996:2*, s. 24.

468. Se *Proposition 1990/91:42*, s. 38.

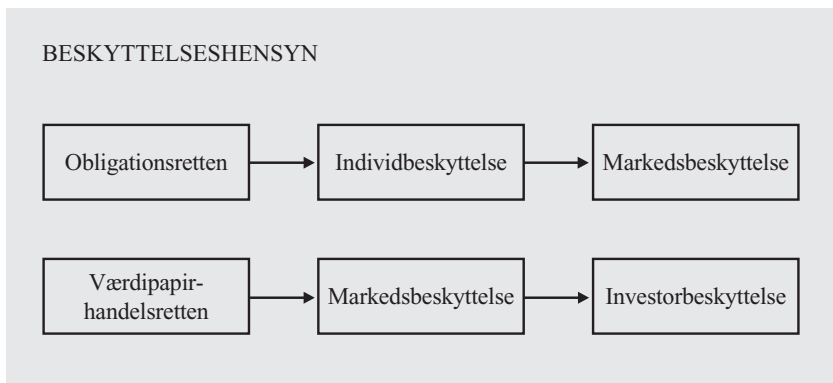
469. Se *Proposition 1990/91:42*, s. 50.

470. Det svenske krav om en betydning for det anonyme værdipapirmarked blev prøvet i den såkaldte Transatlantic-sag. Se herom *Catarina af Sandeberg*: Marknadsmisbrug, 2002, s. 87 ff og *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug, 2001, s. 265 f.

grundelse for insiderreguleringen: “Insider trading threatens...markets by undermining the public’s expectations of honest and fair securities markets where all participants play by the same rules”.⁴⁷¹ Det er tillige kun markedstransaktionerne, der omfattes af den amerikanske definition af insiderhandel.⁴⁷²

6.4.2 Brydningsfeltet

Erkendelsen af værdipapirhandelsrettens markedsorientering illustrerer på glimrende vis forskellen til den individorienterede obligationsret og til det brydningsfelt, der herved opstår. Forskellen kan formuleres sådan, at hvor obligationsrettens primære beskyttelse er på individniveau,⁴⁷³ ligger værdipapirhandelsrettens primære beskyttelse på markedsniveau. Det betyder ikke, at obligationsretten ikke rummer en beskyttelse af markedet (omsætningen) eller, at værdipapirhandelsretten ikke rummer en investorbeskyttelse, blot, at der er forskel på prioriteringen heraf:



Hvor obligationsrettens regler om kontraktforhold primært tilsigter en beskyttelse af den enkelte og udstikker rammerne for, hvorledes økonomiske forhold retmæssigt skal afvikles, er det bagvedliggende hensyn at beskytte omsætningen og dermed samfundet.⁴⁷⁴ At købe-/obliga-

471. Se H.R. Rep. No. 98-355, at 2 (1984).

472. Se herom *James D. Cox m.fl.*: Securities Regulation, Cases and Materials, 2001, s. 945 ff.

473. Dette gælder særligt den del af obligationsretten, der regulerer kontraktrelationer.

474. Se blandt andre de to danske hovedværker på obligationsrettens område af *Mads Bryde Andersen/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000, s. 17 og *Bernhard Gomard*: Obligationsret, 1. del, 1998, s. 3 ff.

tionsretten til eksempel har udviklet en retsgrundsætning om sælgerens loyale oplysningspligt skyldes, at retsordenen ønsker, at en køber i almindelighed trygt kan regne med at få en ordentlig ydelse, og at han kan påberåbe sig misligholdelsesbeføjelser, såfremt en sælger fortier en bestemmende viden. Omvendt er det klart, at selvom værdipapirhandelsrettens primære beskyttelse er markedet som sådant, kan dette kun opnås, hvis aktørerne, herunder investorerne, sikres betryggende markedsforhold. Når værdipapirhandelsretten regulerer insiderhandel, er det primært af hensyn til markedet, men årsagen hertil er, at investorerne ellers ville føle sig utrygge ved at handle og muligvis helt afstå herfra. Forskellen imellem retsdisciplinerne bør dog anspore en vis påpasselighed. Ønsker man at knytte obligationsretlige sanktioner til handel på værdipapirmarkedet, må man i hvert fald gøre sig visse overvejelser herom. Nedenfor præsenteres foruden en vurdering af retstilstanden nogle refleksioner herover.

6.5 Vurdering af retstilstanden for markedstransaktionerne

6.5.1 Indledning

Det fremgår af afhandlingen, at det udelukkende er de investorer, der står i et kontraktforhold med insideren, der kan rejse krav efter aftale- og købe-/obligationsretten om ugyldighed, misligholdelse eller erstatning. At dette er gældende ret, fremgår tillige af Insiderbetænkningens⁴⁷⁵ og er almindeligt antaget i den juridiske litteratur om emnet.⁴⁷⁶ Konklusionen er ikke overraskende, da overtrædelsen af obligationsrettens forbud imod at udnytte en bestemmende viden forudsætter en

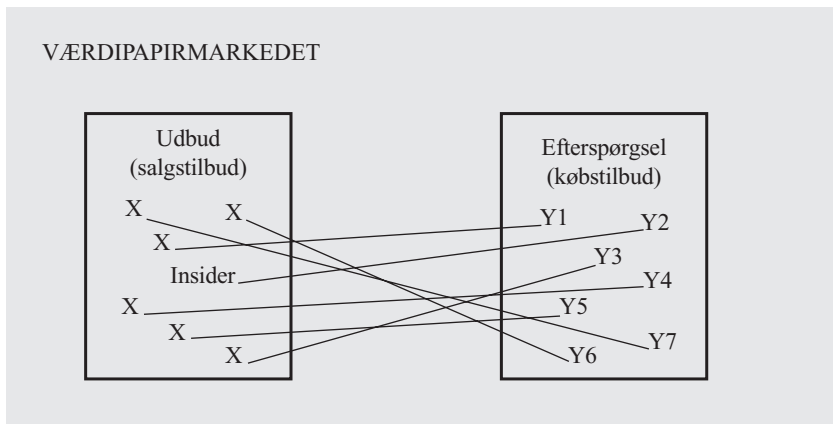
475. Se Betænkning nr. 1216 af marts 1991 om Insider-handel, s. 15 f og 70.

476. Af litteratur hvor obligationsretten findes anvendelig på markedstransaktionerne, se særligt *Paul Krüger Andersen/Nis Jul Clausen*: Børsretten, 2003, s. 397 f, *Jesper Lau Hansen*: Informationsmisbrug (doktorafhandling), 2001, s. 45 ff, *David Moalem*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel, NTFS 1999:4, s. 108, *Lennart Lyngé Andersen/Jørgen Nørgaard*: Aftaleloven med kommentarer, 1999, s. 164 f, *Jesper Lau Hansen*: Fondsbørsen – Aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning, 1999, s. 240 ff, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff*: Børsretlig oplysningspligt – delvis tilpasning af dansk ret til internationale normer, UfR 1999B, s. 354, *Lennart Lyngé Andersen m.fl.*: Aftaler og mellemmand, 2001, s. 158 f, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Bruun Hansen*: Dansk Børsret, 1996, s. 311 f, *Bernhard Gomard*: Almindelig kontraktsret, 1996, s. 159, *Jesper Lau Hansen*: Anmeldelse af “Børsret – Insiderhandel” af Nis Jul Clausen, J 1993.90, *Nis Jul Clausen*: Børsret – Insider handel, 1992, s. 110 f, *Peter M. Nielsen*: Strafferetlige og erstatningsretlige aspekter af insider-handel, R&R 1991:7, s. 24, *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff*: Insider trading i retlig belysning, UfR 1988B, s. 81.

partsrelation og derfor udelukkende antages at krænke den konkrete medkontrahent. For denne medkontrahent indeholder obligationsretten en endog særdeles omfattende beskyttelse. Spørgsmålet er imidlertid, om forudsætningerne for obligationsrettens særlige beskyttelse af kontraktforholdene (i modsætning til deliktforholdene) kan berettiges og dermed er hensigtsmæssige, når henses til de særlige karakteristika der kendetegner markedstransaktionerne ved værdipapirhandel?

6.5.2 Bruddet på lighedsgrundsætningen

Markedstransaktionernes bestemmende karakteristika er gennemgået ovenfor i afsnit 3.3.2. Heraf fremgår, at handlerne afvikles via mellem-mænd i et anonymt aftalerum, og at koblingen af udbud og efterspørgsel blot er en økonomisk funktion. Ud af en identisk investorgruppe, der handler på samme tid som insider, udvælger handelssystemet en tilfældig investor. Med tilfældighed forstås her, at i det likvide værdipapirmarked vil der altid være investorer, der vil købe henholdsvis sælge til samme pris (kurs), hvorfor koblingen mellem to investorer, lige så vel kunne være sket mellem to andre:



I illustrationen har insider fået Y2 som medkontrahent, og det betyder, at Y2 opnår en retsbeskyttelse efter aftale- og købe-/obligationsretten. De øvrige Y-investorer, der befinder sig i nøjagtigt den samme handelssituation, kan derimod ikke rette noget krav mod insideren, da de ikke står i et kontraktsforhold med denne. Eftersom kontraktrelationen er tilfældig, bliver konsekvensen, at gældende ret behandler lige til-

fælde forskelligt. En eventuel ændring af denne retstilstand diskuteres nedenfor i afsnit 6.6.2.

6.5.3 Betydningen af insiderhandelen i kontraktforhold

Som nævnt kan den investor, der står i et kontraktforhold med insider, gøre krav gældende på ugyldighed, misligholdelse og erstatning. Det spørgsmål, der behandles her, er, i hvilket omfang medkontrahenten ved *markedstransaktioner* overhovedet kan siges at være berørt af at handle med en insider.

Formuleres insiderens brud over for medkontrahenten i den normale obligationsretlige terminologi, vil insideren handle ansvarspådragende ved at tilsidesætte sin loyale oplysningspligt over for medkontrahenten og dette uanset, om der handles direkte eller via markedet. Efter den loyale oplysningspligt består pligten og ansvaret i forhold til den konkrete medkontrahent, og erstatningskravet (foruden et eventuelt restitutionskrav) må beregnes som differencen imellem den faktiske handelskurs og den kurs, som en køber ville have handlet til, hvis han havde været i besiddelse af den samme interne viden som insideren.⁴⁷⁷

Problemet med at anvende obligationsretten på markedstransaktionerne er imidlertid, at virkelighedsgrundlaget har ændret sig så meget, at formuleringen af dette kontraktansvar og afgrænsningen over for deliktansvaret ikke længere synes at passe herpå.

Sondringen mellem kontrakt- og deliktretten bygger på en antagelse om en grundlæggende forskel herimellem. Normalt er dette da også tilfældet. Der er stor forskel på det at sparke en fodbold igennem et tilfældigt vindue og det at fortie en viden over for sin medkontrahent om, at en aktie er 50 % mere værd end den aftalte købspris. Ved markedstransaktioner med værdipapirer er denne sondring imellem kontrakt- og deliktansvaret derimod forfejlet. For samtlige investorer – såvel sælgere som købere og uanset hvem der kobles med hvem – gælder de samme handelskarakteristika: de handler uafhængigt og uden påvirkning af hinanden, og de stiller enten selv en kurs eller handler til markedskursen. Partsrelationen er uden betydning, og kursen er ikke genstand for individuel forhandling. Det betyder, at medkontrahenten ville

477. Tilhængere af læren om den hypotetiske årsagskonkurrence vil dog i stedet beregne en eventuel erstatning som differencen imellem den faktiske handelskurs og den hypotetiske handelskurs, som køber ville have handlet til såfremt han handlede med en tredjemand i stedet for insideren. Se nærmere herom ovenfor i afsnit 3.6.6.

have handlet til markedskursen eller den af ham selv stillede kurs, uanset om insideren handlede eller ej. Medkontrahentens økonomiske situation er med andre ord status quo og dette uanset, om insideren er en del af ligningen eller ej. Dette taler for i det hele taget at afskære obligationsretlige krav ved værdipapirhandel som markedstransaktioner.⁴⁷⁸

6.6 Refleksjoner over retstilstanden

6.6.1 Bud på anomaliens årsager

Konklusionen på vurderingen ovenfor i afsnit 6.5 er, at retsstillingen er uhensigtsmæssig for markedstransaktionernes vedkommende. Dels behandles lige tilfælde forskelligt, da det kun er den tilfældige medkontrahent, der opnår en obligationsretlig beskyttelse, og dels kan man sætte spørgsmålstegn ved, om den konkrete medkontrahent overhovedet er påvirket af insiderhandlen. I det følgende gives et bud på de mulige årsager til denne anomali opståen.

Som grundlag herfor skal værdipapirhandelens karakteristika og forskellen til obligationsrettens virkelighedsgrundlag bringes i frisk erindring. Den *direkte transaktion* udgør obligationsrettens virkelighedsfundament.⁴⁷⁹ Herved forstås den klassiske aftaleindgåelsessituation, hvor køber og sælger har en vis forudgående kontakt forinden aftalens indgåelse. Aftalen indgås i et personligt aftalerum, der muliggør en informationsudveksling om ydelsens egenskaber, og sælger har almindeligvis et større kendskab til ydelsen end køber. Den normale aftaleindgåelse på værdipapirmarkedet sker imidlertid som en *markedstransaktion* med en handelsafvikling, der er væsensforskellig herfra, jævnfør også *Krüger*, der om norsk ret udtaler, at “Det er ikke mye tilbake av tradisjonell kjøpsrett i den transaksjons-struktur som fremgår av vphl fra 1997”.⁴⁸⁰ Markedstransaktionen har følgende karakteristika: (i) aftalen indgås i et anonymt aftalerum, der karakteriseres ved, at parterne er hinanden ubekendte, at handelsbeslutningen træffes uafhængigt af den modstående investor og, at der ikke sker en informationsudveksling forud for aftaleindgåelsen, (ii) sælger og køber har adgang til den samme information om ydelsen, (iii) informationsgrundlaget tilveje-

478. Se af samme opfattelse i norsk ret *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 41 ff.

479. Jævnfør også *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 290 “Direktetransaksjoner fremstår etter dette som “kjerneområdet” for alminnelige avtalerettslige og kjøpsrettslige regler om opplysningssvikt.”

480. Se *Kai Krüger*: Norsk kjøpsret, 1998, s. 653.

bringes af tredjemand (udstederen), (iv) handelen afvikles via værdipapirhandlere som mellemmand og (v) koblingen af udbud og efterspørgsel er blot en økonomisk funktion, da der i et likvidt værdipapirmarked altid vil være flere investorer, der ønsker at handle til samme kurs.

Det anonyme aftalerum er det første karakteristika indeholdende tre undergrupper. Betragtes de selvstændigt, giver de to første ikke anledning til større kvaler i forhold til obligationsrettens anvendelse. At parterne ikke er bekendte med hinandens identitet kendes fra aftaleindgåelse ved eksempelvis fuldmagt, hvilket ikke forrykker de pligter, der følger af partsrelationen.⁴⁸¹ Heller ikke det forhold, at parterne træffer deres handelsbeslutning uafhængigt af hinanden og uden at udveksle information, er obligationsretten fremmed. Til eksempel fremhæves denne situation i motiverne til aftalelovens § 33 med understregelse af, at aftaleparter også, hvor deres handelsbeslutninger er uafhængige af hinanden, er pligtige at tage hensyn til medkontrahenten.⁴⁸²

Det andet og tredje karakteristika vedrører adgangen til og formidlingen af information. Den særligt betydningsfulde rolle, som information spiller i værdipapirhandelen, er et meget centralt kendetegn. En lignende rolle findes formentligt kun i immaterialretten. Informationsens særlige rolle har ført til, at visse forfattere (noget vidtgående) har fundet, at informationen er selve årsagen til, at der overhovedet eksisterer en selvstændig regulering af værdipapirhandelen.⁴⁸³ Informations betydning skyldes for det første selve karakteren af de handlede værdipapirer. I modsætning til handelen med eksempelvis heste eller andre håndgribelige goder kan værdien af et værdipapir ikke bestemmes umiddelbart ved en besigtigelse. Et værdipapir er blot et stykke papir, eller, såfremt det er registreret i VP-centralen, en elektronisk datamængde, der berettiger ejeren til visse nærmere specificerede krav. For det andet er det et kendetegn for informationen på værdipapirmarkedet, at den ikke kommunikerer fra sælgeren af værdipapiret og der-

481. Jævnfør også *Rune Sæbø*: Innsidehandel med verdipapir, 1995, s. 42 med note 10 og *Peer Schaumburg-Müller/Erik Werlauff*: Insider trading i retlig belysning, UfR 1988B, s. 81.

482. Se Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens Omraade, s. 74.

483. Se *James D. Cox m.fl.*: Securities Regulation, Cases and Materials, 2001, s. 1. Kun i immaterialretten spiller information en lignende rolle. Her udgør informationen dog i sig selv det beskyttelsesværdige gode. For et særstudium af denne informationsydelse se *Kim Frost*: Informationsydelsen, 2002. Et interessant retsvidenskabeligt bidrag herom er tillige givet af *Mads Bryde Andersen*: Fragmenter af en informationsretlig grundregulering, Festskrift til Mogens Koktvedgaard, 2003, s. 5.

med bliver en del af aftaleforholdet.⁴⁸⁴ Oplysningspligten påhviler derimod udstederen og kun denne. For at sikre at aftaleparterne i det anonyme marked handler på samme vilkår, forbydes de sågar at videregive intern viden, jævnfør værdipapirhandelslovens § 36, stk. 1, og dette er en væsensforskellig konstruktion fra, hvad der kendetegner obligationsretten. En af de fundamentale obligationsretlige pligter er netop den loyale oplysningspligt, hvorefter en aftalepart må videregive en bestemmende viden til medkontrahenten eller afstå fra at handle. I værdipapirhandelsretten er denne pligt ikke en kontraktforpligtelse, men derimod en udstederpligt.

Det fjerde karakteristika, hvorefter handelen afvikles via værdipapirhandlere som mellemmand, er en veludviklet obligationsretlig aftaleindgåelsesform. Heri består der ikke nogen problemer.

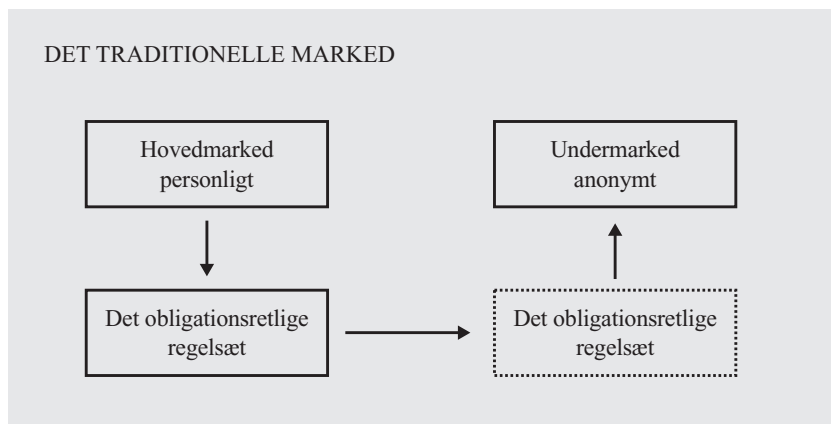
Derimod er det femte og sidste karakteristika om kontraktrelationens tilfældighed forskellig fra obligationsrettens virkelighed. Heri ligger, at værdipapirmarkedets kobling af udbud og efterspørgsel er en økonomisk funktion. I det likvide værdipapirmarked vil der altid være investorer, der vil købe henholdsvis sælge til samme købs- og salgspris. Koblingen og dermed kontraktrelationen mellem to investorer, kunne derfor lige såvel være sket mellem to andre.

Iagttages de ovenfor gennemgåede karakteristika enkeltvis, giver de ikke anledning til større refleksioner. Billedet ændres imidlertid, såfremt de kumuleres. Herved tegner der sig et billede af en virkelighed, der ligger obligationsretten fjern, og dette bør foranledige en principiel stillingtagen til, hvorvidt den partsrelaterede obligationsret overhovedet bør finde anvendelse på det anonyme værdipapirmarked.

I det traditionelle marked er hovedmarkedet personligt. Hertil har retsordenen udviklet et obligationsretligt system, hvor partsrelationen udgør grundlaget for rettigheder og pligters opståen. I dette marked udvikledes med tiden også et anonymt undermarked, hvis oprindelige betydning har været begrænset, og hvor man i vid udstrækning blot overførte det obligationsretlige regelsæt.⁴⁸⁵

484. Undtagelse hertil gælder dog, når udstederen handler sine egne aktier/værdipapirer.

485. Auktionsmarkedet er et sådant undermarked.



Eftersom det anonyme undermarked havde undtagelseskarakter, har hovedargumentet for de partsrelaterede reglers anvendelse naturligt nok været omgængelsesbetragtninger. Man har ikke ønsket, at en sælger ved eksempelvis at handle over auktion kunne frigøre sig fra de normale forpligtelser mellem købere og sælgere, jævnfør også *Hagstrøm*, der med henvisning til kunst- og antikvitaetsauktioner udtaler, at sælgeren i sådanne tilfælde ikke kan tillades, at “utnytte auksjonsformen til å føre kjøperen bak lyset”.⁴⁸⁶ Samme tankegang genfindes i Fuldmægtigdommen⁴⁸⁷ om ugyldighed ved en markedstransaktion, hvor aktiekøberen (insideren) handlede via markedet. Herom udtalte den norske Højesteret, at “Nogen væsentlig forskjel mellem dette tilfælde og det, at indstevnte saliv hadde henvendt sig til aksjonærer i dette lille selskap, kan der ikke sees at være”. Derfor antoges køberen også i denne situation at være omfattet af den partsrelaterede loyale oplysningspligt. Argumentation ses tillige i NRt 1905.222 NoH, om en hestehandel ved auktion, hvor den omstændighed, at sælger var ukendt med, hvem han ville få som medkontrahent, ikke i sig selv innskærpedte pligten til at varetage køberens interesse.⁴⁸⁸

Med industrialiseringen har det traditionelle marked udviklet sig fra primært at vedrøre speciesydelse til i dag hovedsageligt at bestå af genusydelse. Ligeledes er samfundets grundsyn ændret. Hvor det 19. århundrede domineredes af den liberale markedsøkonomi og troen på, at

486. Se *Viggo Hagstrøm*: Kunst- og antikvitaetsauksjoner i rettslig belysning, Tfr 1986, s. 461.

487. Se NRt 1921.267 NoH. Dommen analyseres ovenfor i afsnit 4.7.6 Fuldmægtigdommen.

488. Om dommen se Kai Krüger: Norsk kjøpsrett, 1998, s. 194 og 256.

partsautonomien ubetinget ville være til samfundets nytte, har udviklingen af den moderne velfærdsstat og -økonomi betydet en ikke ubetydelig indskrænkning af den private kontraktfrihed. I 1800-tallet beskrev den engelske retshistoriker *Maine* kontraktrettens udvikling fra middelalderen til kapitalismen. Udviklingen sammenfattede han som gående “fra status til kontrakt”.⁴⁸⁹ Med den ovenfor beskrevne udvikling er det påfaldende, at pendulet synes at svinge tilbage igen således, at man med en vis rette kan karakterisere den nyere retsudvikling som gående “fra kontrakt til status”,⁴⁹⁰ forstået som en bevægelse fra en individualiserende til en objektiverende obligationsret. Om end partsautonomien stadig er grundlaget, har obligationsretten bevæget sig i retning af en stadigt mere samfundsorienteret indfaldsvinkel, hvor retsanvenderens fokus har forrykket sig fra parternes subjektive vilje i retning af, hvad samfundet betragter som acceptable adfærdsnormer.⁴⁹¹ Objektiveringen er illustrativ for, hvordan retten forsøger at tilpasse sig virkeligheden, og denne udvikling må nødvendigvis antage karakter af, at retten kommer haltende bagefter toget. At virkeligheden ændrer sig, er naturligvis ikke et nyt problem. Et gammelt citat af *Ussing* fra førsteudgaven af “Køb” synes rammende: “Udviklingen af forskellige

489. Se *Sir Henry Sumner Maine: Ancient Law*, 1891, s. 170: “The movement of the progressive societies has hitherto been a movement from Status to Contract”.

490. Udtrykket ses først anvendt i dansk ret af *Stig Jørgensen: Kontraktrettens udvikling og kontraktens funktion*, R&R, 1989:1, s. 12. Udtrykket er siden hen brugt som undertitel til *Jens Schovsbo*s doktorafhandling, *Immaterialretsaftaler – fra kontrakt til status i kontraktsretten*, 2001. Afhandlingens kapitel 2 og 3 indeholder en særdeles læseværdig gennemgang af formuerettens udvikling.

491. Om formuerettens objektivering, se blandt andre *Erik Werlauff: “Anmeldelse af Jens Evald: Retsmisbrug”*, Ju 2002.137, *Jens Evald: Retsmisbrug*, 2001, s. 267 ff, *Mads Bryde Andersen* i UfR 2001B, s. 121, *David Moalem: Retsstiftende passivitet*, Juridiske Emner 2001, s. 104, *Jesper Lau Hansen: Informationsmisbrug*, 2001, s. 41 f, *Jens Schovsbo: Immaterialretsaftaler – fra kontrakt til status i kontraktsretten*, 2001, s. 12 ff, *Vibe Ulfbeck: Kontrakters relativitet*, 2000, særligt s. 50 f, 58 og 79 ff, *Bo von Eyben/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret*, 1999, s. 56 ff, *Lennart Lyngse Andersen/Palle Bo Madsen: Aftaler og mellemmand*, 2001, s. 424, *Halfdan Kragh Jespersen/Asbjørn Grathe, Solidaritet*, 1996, s. 37 og 100, *Palle Bo Madsen: Aftalefunktioner*, 1983, s. 73, *Henry Ussing, Obligationsretten*, Alm. Del, 1967, s. 24, *Knud Illum: Om tilfælde eller fast regres i panteretsforhold*, UfR 1953B, s. 61 og *Carl Torp: Nogle Bemærkninger om Retsstridighedsspørgsmålet*, TfR 1928, s. 244. Af nordisk litteratur se *Erik Anners: Den europæiske rets historie*, 1995, s. 253 f, *Christina Hultmark, Upplysningsplikt vid indgående av avtal*, 1993, s. 78, *Hjalmar Karlgren: Passivitet*, 1965, s. 8, *Ulf Cervin: Om passivitet inom civilrätten*, 1960, s. 180 ff, *Ragnar Knoph: Udviklingslinjer i moderne formuerett*, 1934, s. 45 f, samme: *Til kontraktsrettens almindelige del*, TfR 1937, s. 63, *Fredrik Stang: Innledning til Formueretten*, 1935, s. 244 ff, samme: *Nogen Fremskridtslinjer i den nordiske Fælleslovgivning paa Formuerettens Omraade*, særtryk, 1926, samme: *Avtalelovens § 33*, TfR 1930, s. 56.

Slags Køb har skabt en Mængde ny Retsspørgsmaal. Bortset fra enkelte Omraader som Køb på Afbetaling har Lovgivningerne imidlertid ikke gjort noget Forsøg paa at følge med i Udviklingen. Paa mange Omraader har Handelslivet selv til Gengæld skabt Sædvaner, som der kan bygges paa. De ældre Kodifikationer har aabenbart et ret primitivt Stadium i Udviklingen for Øje, men Lovgivningen i de nordiske Lande har i al fald paa en Række Punkter taget Hensyn til nyere Handelsformer”.⁴⁹²

For værdipapirmarkedets vedkommende er obligationsretten ikke fulgt med i tilstrækkeligt omfang. Som tidligere illustreret medfører obligationsrettens anvendelse på markedstransaktionerne en tilfældig retsbeskyttelse. Den ovenfor beskrevne objektivering af obligationsretten har i den sammenhæng ikke udgjort en tilstrækkelig udvikling af reglerne. Værdipapirhandelens hovedmarked er i dag et anonymt marked, og den personlige handel repræsenterer et mindre undermarked. Herved er virkeligheden så at sige vendt på hovedet i forhold til obligationsrettens forudsætninger, hvilket gør retsstillingen uhensigtsmæssig og vilkårlig. Det problem man må forholde sig til er, at der ikke eksisterer et obligationsretligt regelsæt, med det anonyme værdipapirmarked som skabelon. Man tvinges derfor til at operere med et regelsæt, der viser sig utilstrækkeligt for langt størstedelen af handleerne. Med en tankegang fra den juridiske metodes analogilære kan man formulere det således, at der ikke længere foreligger den fornødne “årsagernes lighed” til at berettige obligationsrettens anvendelse herpå.

6.6.2 Retsstillingen de lege ferenda

Med erkendelsen af, at der består et retssystematisk problem, må målsætningen være at udvikle et obligationsretligt regelsæt med det anonyme værdipapirmarked som skabelon. For det personlige undermarked kan obligationsretten derimod overføres uden større vanskeligheder og med en betryggende beskyttelse af investorerne.

Om fastlæggelsen af det nærmere indhold af en sådan obligationsretlig specialregulering af markedstransaktionerne må rettesnoren være, at lige tilfælde skal behandles lige. Dette giver mulighed for at anvende to alternative retsmodeller: enten får *ingen* af investorerne en økono-

492. Se *Henry Ussing: Køb*, 1939, s. 5.

misk kompensation, eller også tildeles *alle* de samtidigt kontraherende investorer en forholdsmæssig kompensation.⁴⁹³

Vælges den første retsmodel, afskæres samtlige obligationsretlige krav ved insiderhandel på værdipapirmarkedet. Som argument herfor kan anføres, at investorerne ville have handlet under alle omstændigheder, uafhængigt af om insider handlede. Ydermere ville de have handlet til den pågældende kurs, der enten er bestemt af dem selv eller af markedet som helhed. Det betyder, at investorerne (den modstående investorkreds) ikke kan siges at være påvirket af insideren og følgelig ikke har lidt noget tab ved dennes handel.

Ved den anden retsmodel er tankegangen at kompensere markedet (forstået som de modstående investorer) økonomisk. Som støtte for denne model kan anføres, at den muligvis vil kunne styrke tilliden til markedet, idet de modstående investorer kompenseres økonomisk, når der rent faktisk foregår insiderhandel i værdipapirmarkedet. Kompensationen kan derved være med til at styrke investorernes subjektive retsfølelse og opfattelsen af værdipapirmarkedet som retfærdigt. Kompensationsmodellen er valgt i føderal amerikansk ret.⁴⁹⁴ Herefter kan de modstående investorer (contemporaneous traders) rette pro rata krav mod insideren svarende til deres forholdsmæssige andel i fortjenesten eller det undgåede tab. Insiderens fortjeneste/undgåede tab udgør maksimumgrænsen for kravene.

Hvorvidt den ene eller anden model bør foretrækkes kan diskuteres. Tilhører man den “traditionelle obligationsretlige skole”, der fastholder kravet om, at fortielsen skal have haft betydning for medkontrahenten, og at der skal være lidt en økonomisk skade, førend der opstår et krav, må man afvise enhver form for økonomisk kompensation ved insiderhandel som markedstransaktioner. Tilhører man derimod den “nye skole”, der argumenterer for kompensation i tilfælde, hvor der ikke nødvendigvis er lidt et tab, vil tanken om at tildele investorerne en forholdsmæssig kompensation ikke være fremmed. Argumenterne for henholdsvis imod er lige lødige. Vælger man kompensationsløsningen, må man dog forholde sig til visse vanskelige afgrænsningsspørgsmål.

493. Om problematikken og modellerne se også *David Moalem*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel, NTFS 1999:4, s. 113 f.

494. Jævnfør Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA). Kodificeret som 15 U.S.C.A. § 78t-1. Herved indsattes en ny section 20A i Securities and Exchange Act of 1934. Af litteratur herom se blandt andre *William K. S. Wang/Marc I. Steinberg*: Insider Trading, 1996, s. 391 ff.

Eksempelvis hvornår investorerne *tidsmæssigt* er modstående? Er starttidspunktet selve insiderhandelen, således at det kun er de efterfølgende investorer, der omfattes, eller begynder starttidspunktet at løbe forinden handelen? Hvor lang tid før og efter insiderhandelen kan man siges at være modstående? Bør rammen herfor være en time, en dag eller en uge? I føderal amerikansk ret har disse spørgsmål givet anledning til megen debat og til en noget uensartet retspraksis. Denne har med tiden fastslået, at starttidspunktet er tidspunktet for insiderhandelen. Sluttidspunktet har derimod voldt de amerikanske domstole betydelige vanskeligheder, og man har i løbet af 15 år endnu ikke formuleret et endeligt sluttidspunkt. I dag vil modstående handler, der foretages den samme dag, dog i hvert fald at være omfattet. Afgrænsningerne er dog ikke udtryk for nogen højere logik. Start- og sluttidspunktet kunne vel lige så godt være 10 timer før, efter eller noget helt tredje.

For mit vedkommende foretrækkes, at de økonomiske krav de legeferenda helt afskæres ved markedstransaktionerne. Det kan ikke nægtes, at tildelingen af økonomisk compensation til de modstående investorer, får et skær af lotterigevinst. Der synes ikke på dette område at være tvingende hensyn, der betinger en kompensationsmodel. Tillidsargumentet er ikke stærkt, idet man kan sætte spørgsmålstejn ved, om investorerne vil føle sig mere trygge ved at deltage i et lotteri, hvor gevinsten udbetales, når insidere handler på markedet? Disse vil vel snarere føle sig heldige end retfærdigt behandlet. Men er alternativet den nugældende retsstilling, hvor lige tilfælde behandles forskelligt, med én eller flere tilfældige erstatningsberettigede investorer, må kompensationsmodellen være at foretrække. Under alle omstændigheder kan man dog håbe, at de her beskrevne problemer fatter lovgivningsmagtens interesse og forhåbentligt medfører en speciel obligationsretlig regulering, der behandler investorerne på værdipapirmarkedet lige.

English abstract

Insider trading – the private sanctions

Chapter 1 – Introduction and analytical approach

The first chapter aims at setting the scene of the thesis. First of all, the prohibition of insider trading is placed in its general legal context. In order to prevent informational asymmetries in transactions, the law provides three kinds of legal interventions: mandatory disclosure, abstain provisions and a prohibition of misinformation. These categories apply to all trading regulations. The prohibition of insider trading falls into the second category containing the abstain provisions. This category also contains the legal basis of the private sanctions. The categorisation as abstain provisions then makes it possible to undertake “cross-overs” between different legal disciplines and hence to focus on the similar characteristics thereof. This possibility is explored throughout the thesis where similarities as well as differences are revealed, explained and analysed.

The primary purpose of the thesis is to analyse transactions regulated by Danish law. However, extensive references are made to Norwegian and Swedish law and literature since the Nordic countries share the same legal tradition and in many ways are considered as “one securities market”.

Chapter 2 – Insider trading

The second chapter analyses insider trading as defined in the Danish Securities Trading Act of 1995, sections 35(1) and 34(2). From a historical perspective, the prohibition of insider trading is still in its “youth” compared to the regulation of omissions in the law of obligations. It is, however, interesting, that in the legislative history of the Danish Act on Contracts of 1917, insider trading is given as an example of fraud (section 30) and as an example of omissions that would make the contract void under the general provision of good faith (section 33). This cry-

stallises the change in the legislative perspective in connection with insider trading. From initially being a problem between the parties involved, insider trading is also (and may primarily be) viewed as fraud on the market today. In Denmark and Norway, insider trading is prohibited, whether trading on or off the market. E contraire, the Swedish regulation only applies to market transactions. Due to the EU Directive on Market Abuse (2003/6/EC), Sweden will have to change the scope of application to apply to direct transactions.

Chapter 3 – General aspects

The third chapter comprises different aspects of general importance. The development of the securities markets is briefly described. From being traded in privity, securities auctions markets developed and changed into the electronic market places of today. The transactions are divided into two separate categories: direct transactions and market transactions, and both categories are analysed. It is concluded that, under Danish law, the general law of obligations will protect investors who have a contractual relationship with an insider. The protection applies whether they trade on or off the market places. The market-investors without a contractual relationship are not protected, since the duty is derived from the principle of good faith in contractual relations. No duty is, therefore, owed to the market place as such.

The legal content of the good faith principle is then explored. The application on omissions forms the basic legal foundation and is also applied in the specific regulations of omissions in contractual relations. The content can be divided into three essentials: firstly, the omitted information must be *material*. Material means that the omission substantially contributed to the party's decision. Secondly, the omission must be considered *unlawful*. This abstraction is a reservation about omissions of material information that the legal system does not consider against good faith. Thirdly, the party's omission must violate a *fault-based negligence standard (culpable conduct)*.

As regards liability for damages, there is some uncertainty about the state of the law. The discussions concern the significance of hypothetical causation. In respect of an insider transaction, the argument of hypothetical causation would be that the investor would have traded anyway and at the same price as if the insider had not traded. If so, there is

no causation and, hence, the investor suffers no loss from the trade. The legal doctrine is analysed and divided into three categories: supporters, opponents and pragmatics. In case of insider trading the hypothetical causation approach is rejected on the following grounds: *firstly*, the liability has already come into being by the actual omission. Consequently it cannot be extinct by reference to a future hypothetical event. *Secondly*, procedural considerations argue that fact must prevail over hypothesis. This argument is supported by the general sense of justice which normally emphasizes that legal disputes are evaluated on the basis of facts and not on a hypothesis of what would have happened. Applied on insider transactions, the principal arguments are supported by the privity-based character of the claim. It is the omission of a material fact between the contractual parties that constitutes the misrepresentation. The investor's loss should, therefore, be calculated as the difference between the actual price and the price if the information had been disclosed.

The chapter ends with a short examination concerning pros and cons between filing a claim under the Danish Act on Contracts of 1917 or filing it under the Danish Sale of Goods Act of 1904. Some procedural differences are pointed out, but the conclusion is that, normally, it will make no difference which act is applied.

Chapter 4 – Omissions under the law of contract

Chapter 4 analyses the conditions of invalidity and damages. In the Danish Act on Contracts of 1917, section 30 (fraud) and sections 33/36 (good faith) apply to the omission of an insider transaction. However, section 30 only applies to direct transactions. Furthermore, if an action is filed under section 30 and 33, the investor must prove intent. *E contraire*, section 36 only demands culpable conduct. In addition to these sections, an investor can file a claim under the doctrine of fundamental breach. Like section 36, this doctrine only demands culpable conduct. Sections 30 and 33 only provide a statutory basis for complete invalidity whereas partial invalidity is warranted in section 36 and the doctrine of fundamental breach.

The chapter also examines the relevant case law. There are no Danish authorities in this area. Instead the Norwegian and Swedish case law is presented. The cases are summarised and the rulings analysed.

Chapter 5 – Omissions under the law of obligations and sale of goods

Chapter 5 analyses the conditions of breach of contract and damages. The statutory authority to consider an omission in *contrahendo* as a breach of contract was primarily developed in the middle of the twentieth century. Analysing case law, legal scholars argued that an omission in *contrahendo* should not only be looked upon as a reason for voidability. The arguments were then used in the pleadings before the courts and soon an extensive case law developed applying the argument in its rulings for breach of contract and damages. Since the case law mostly concerned buyers claiming latent defects in real estate (buildings and houses), the doctrine developed as an obligation for the seller. In 1979 the doctrine was codified in sections 76(1)(3) and 80(1)(3) in the consumer section of the Danish Sale of Goods Act. In the legislative history of the new sections, it is, however, stressed that the scope of the obligation is not limited to consumers. According to the doctrine and the sections, an omission by the seller is considered a breach of contract if the omitted information is material, unlawful and the seller has acted culpably. If so, the buyer can file contractual claims as well as claims for damages.

The chapter also contains a principle discussion of the limitation of the doctrinal scope. It is argued that the limitation as a “seller obligation” is due to its case law foundation. The cases that were tried before the courts concerned such obligations. However, this should not limit the doctrine’s scope on buyer omissions since the developments in both contract law and the law concerning the sale of goods justifies such an application.

There is no Nordic case law concerning insider trading as a breach of contract.

Chapter 6 – Theoretical reflections

Chapter 6 is the final chapter of the thesis containing some theoretical thoughts about insider trading and the private sanctions. With reference to the comprehensive debate of who is damaged in an insider transaction, the arguments are divided into two categories. The first category is comprised by fairness-based arguments and the second category by arguments based on economic damage. Where the fairness-based argu-

ments can justify the securities regulation of insider trading, it is only the damage-based arguments that can support private actions under Danish law.

The chapter also contains some observations on the convergence between the securities regulation and the law of obligations. The legal disciplines are fundamentally different in their scope and considerations. These differences between a market regulation and a privity-based regulation are to some extent explored.

Finally, the thesis questions the present Danish regulation of the private actions. In market transactions, it is random which investors are able to file private claims. The investors trade on the same information and price, and they are randomly connected through the market place. Under the present Danish regulation, the “connected” investors can file private actions due to the contractual relationship. The other contemporaneous investors are, however, not able to file private actions since they are not in a contractual relationship with the insider. This leads to the conclusion that the present regulation is based on chance rather than on logical considerations. Since the basis of the regulation must be equality in its application, only two alternatives exist: either all investors are compensated or no investors are compensated. Pros and cons are discussed with reference to the US federal regulation that favours compensation. The second alternative is, however, preferred.

Litteraturfortegnelse

A

- Adlercreutz, Axel*: Avtalsrätt I, 1995.
- Afrell, Lars m.fl.*: Lärobok i kapitalmarknadsrätt, 1998.
- Akerlof, George A*: The Market for “lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, 84 Quarterly Journal of Economics, 1970.
- Allen, W.*: Professor Scheppele’s middle way, Law and Contemporary Problems, Volume 56, 1993.
- Almén, Tore*: Om köp och byte av lös egendom, 1960.
- Andersen, Eigil Lego*: Kontrakter om virksomhedskøb, 1991.
- Andersen, Kristen*: Noen spredte trekk fra norsk ugyldighetslære idag, TfR 1934.97.
- Andersson, Håkan*: Kausalitetsproblem – kausalitet eller problem?, Festskrift till Anders Agell, 1994, s. 19 ff.
- Anners, Erik*: Den europeiske rettens historie, 1995.
- Arnholm, Carl Jacob*: Passivitetsvirkninger, 1932.
- Arnholm, Carl Jacob*: Privatrett II – Avtaler, 1964.
- Arnholm, Carl Jacob*: Tre utsnitt av den almindelige privatrett, 1975.
- Askeland, Bjarte*: Erstatningsrettslig identifikasjon, 2002.
- Augdahl, Per*: Om virkningen av svig paa gyldigheten av tinglige overføringsretshandler, TfR 1921.110 f.

B

- Bainbridge, S.M.*: Securities Law: Insider Trading, Foundation Press, 1999.
- Bainbridge, S.M.*: The insider trading prohibition, University of Florida Law Review, Volume 38, 1986.
- Basedow, Jürgen*: The Renascence of Uniform Law – European Contract Law and its Components, Legal Studies, volume 18, 1998.
- Basse, Ellen Margrethe/Henrik Zahle (ed)*: To reguleringstraditioner, 1996.
- Bechmann, Tor/Knut Bergo/Jan Bjørnsen/Per Anders Sæhle/Kjersti Tøgard Trøbråten*: Verdipapirhandelloven – Kommentarutgave, 2002.
- Beck Thomsen, Hans Helge*: Mangler ved pantebreve, 1996.

- Bengtsson, Bertil*: Hävningsrätt och uppsägningsrätt vid kontraktsbrott, 1967.
- Bergo, Knut*: Børs- og verdipapirrett, 1998.
- Bergström, Claes/Per Samuelsson*, Aktiebolagets grundproblem, 1997.
- Bernhoft, Michael*: Hafnia Dommen – Caveat Investor?, NTfS 2002:3, s. 324.
- Bernitz, Ulf*: Marknadsrätt, 1969.
- Bernitz, Ulf*: Market Law as a Legal Discipline, Scandinavian studies in Law, 1979, s. 53.
- Blume, Peter*: Juristen i det usikre retssystem, Ju 2002, s. 192.
- Boe, Erik*, : Innføring i juss, 1993.
- Boe, Jørgen*: Insider trading – i teori og praksis, R&R 1990:5, s. 49.
- Borcher, Erling/Frank Bøggild*: Markedsføringsloven, 2001.
- Bruun Nielsen, Anne-Dorthe*: De nye regler i købeloven, Ju 2003, s. 171.
- Bryde Andersen, Mads/Joseph Lookofsky*: Lærebog i Obligationsret I, 2000.
- Bryde Andersen, Mads/Joseph Lookofsky*: Nationale aftaleregler og EU-integration – problemer og løsningsmodeller, UfR 2002B, s. 21.
- Bryde Andersen, Mads*: Fragmenter af en informationsretlig grundregulering, Festskrift til Mogens Koktvedgaard, 2003, s. 5.
- Bryde Andersen, Mads*: Grundlæggende aftaleret, 2002.
- Bryde Andersen, Mads*: Praktisk aftaleret, 1995.
- Brækhus, Sjur*: En analyse og vurdering av den såkalte negative kontraktinteresse i nordisk kontraktret, TfR 1947.515.
- Bundgaard, Jakob*: Lidt mere om konvertible obligationer i skatte- og civilretten – TFS 2003, 113 LR, revisited, TFS 2003, s. 523.
- Bundgaard, Jakob*: On tax Law and Private Law Relations, Scandinavian Studies in Law – Volume 44, s. 77.
- Bundgaard, Jakob*: Regnskabet og skatteretten (I) Årsrapportens civilretlige forudsætninger, SR-Skat 2002, s. 126.
- Bundgaard, Jakob*: Regnskabet og skatteretten (II) Årsrapportens skatteretlige effekt, SR-Skat 2002, s. 224.
- Bønsing, Sten*: Brancheregler og branchepoces, 2001.

C

- Cane, Peter*: Tort Law and Economic Interests, 1996.
- Cervin, Ulf*: Om passivitet inom civilrätten, 1960.
- Christensen, Anne*: Studier i köprätt, 1970.
- Christensen, Jan Schans*: Contested Takeovers in Danish Law, 1991.
- Christiansen, Erling*: Analyser og corporateoppdrag i verdipapirforetak, Tidsskrift for forretningsjus, nr, 2/2002, s. 3-17.
- Claes Martinson*: Säljarens upplysningsplikt – en fråga om att gå över ån efter vatten?, Juridisk Tidskrift, 1992-1993, s. 436 ff.
- Clausen, Nis Jul (ed)*: International Securities Regulation, 1991.
- Clausen, Nis Jul m.fl.*: Valutasikring & insider handel, 1996.
- Clausen, Nis Jul/Karsten Engsig Sørensen*: Ekspertundersøgelse vedrørende åbenhed om aktiebesiddelser, 2000.
- Clausen, Nis Jul/Lars Schjødt*: Insiderhandel – en status, UfR 1999B, s. 207.
- Clausen, Nis Jul*: Best execution – gabestok for handlere eller investorer, Julebog 1997, s. 7.
- Clausen, Nis Jul*: Børsnoterede selskaber – kan markedet regulere sig selv?, i *Krüger Andersen, Paul (ed)*: Selskabers organisation, 1997, s. 65
- Clausen, Nis Jul*: Børsret – Insider handel, 1992.
- Clausen, Nis Jul*: Børsret – Oplysningsforpligtelse, 1993.
- Clausen, Nis Jul*: Børsrettens territoriale anvendelse – refleksioner over retsstillingen i Danmark, Juridiske Emner 2001, s. 39.
- Clausen, Nis Jul*: Hard cases make bad laws?, UfR 2001B, s. 385.
- Clausen, Nis Jul*: Nødvendigt med retsregler for insiderhandel, Lov & Ret 1991, nr. 2/33.
- Clausen, Nis Jul*: Securities Markets and their Regulation – a chicken and egg situation?, i *Neville, Mette/Engsig-Sørensen, Karsten (ed)*: The internationalisation of companies and company laws, 2001, s. 281.
- Coase, R.H.*: The problem of social cost, The Journal of Law and Economics, 1960.
- Cooter, Robert/Thomas Ulens*: Law and Economics, 1997.
- Cornell, Bradford/Erik R. Sirri.*: The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading, The Journal of Finance, Volume XLVII, no. 3, 1992.

Cox, James D.: Insider Trading and contracting: A critical response to the Chicago School, Duke Law Journal, no. 4, Volume 1986.

D

D'Amato, F.: Equitable claims to disgorged insider trading profits, Wisconsin Law Review, 1989.

Dalley, P. J.: From horse trading to insider trading: the historical antecedents of the insider trading debate, William & Mary Law Review, Volume 39, 1998.

Davis, Richard: The Missing Link: A Fairness-Based Analysis of the Misappropriation Theory, Securities Litigation, 1996.

Djurhuus, Håkun/Karsten Kielland: Kommanditselskabs-tegningsaftaler – ugyldighed og ansvar, R&R 1992:8, s. 43.

Domeij, Bengt: Läkemedelspatent, 1998.

Dougherty, V.M.: A (dis)semblance of privity: Criticizing the contemporaneous trader requirement in insider trading, Delaware Journal of Corporate Law, Volume 24, 1999.

E

Eckhoff, Torstein: Rettskildelære, 1993.

Eckhoff, Torstein: Rettssystemer, 1991.

Edwards, Vanessa: EC Company Law, 1999.

Elmelund, Nils m. fl.: Lærebog i dansk og international køberet, 1996, s. 119.

Evald, Jens: Idrætsjura – en selvstændig retsdisciplin? Rettid 2002, s. 1.

Evald, Jens: Rettskilderne og den juridiske metode, 1997.

Evald, Jens: Retsmisbrug i formueretten, 2001.

Evald, Jens m. fl.: Idræt og Jura, 1997.

Evaldsen, A. C.: Skyldnerens Mora, 1870.

Eyben, Bo von/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret, 1999.

Eyben, Bo von m. fl.: Lærebog i obligationsret, Bind II, 2000.

Eyben, W. E. von: Bevis, 1986.

F

Farnsworth, E. Allan: on Contracts, Volume I, 1998.

Ferrara, R. C. /H. Thomas: Ferrara on Insider Trading and The Wall, Law Journal Seminars-Press, 1995.

- Fletcher, C. E.*: Materials on the law of insider trading, Carolina Academic Press, 1991.
- Friis Hansen, Søren/Jens Valdemar Krenchel*: Introduktion til selskabs- og foreningsretten, 1998.
- Friis Hansen, Søren/Jens Valdemar Krenchel*: Lærebog i selskabsret II – kapitalelskaber, 2000.
- Friis Hansen, Søren/Jens Valdemar Krenchel*: Lærebog i selskabsret I – Indledning til selskabsretten, 1999.
- Frost, Kim*: Informationsydelsen, 2002.

G

- Gammeltoft-Hansen, Hans*: Ombudsmandens varetagelse af de forvaltningsretlige hensyn inden for det arbejdsretlige område – nogle generelle betragtninger, Ju 2003:7, s. 241.
- Gebauer, Martin*: Grundfragen der Europäisierung des Privatrechts, 1998.
- Gomard, Bernhard*: Adhæsiionsproces, 1969.
- Gomard, Bernhard*: Almindelig kontraktsret, 1996.
- Gomard, Bernhard*: Law and Economics - Retsregler og økonomiske modeller, Julebog 1998, s. 207.
- Gomard, Bernhard/Allan Walbom*: Civilprocessen, 1994.
- Gomard, Bernhard*: Aktieselskaber og anpartsselskaber, 2000.
- Gomard, Bernhard*: Dansk erstatningsret i lovgivning og praksis, Ju 2003.121.
- Gomard, Bernhard*: Egen skyld, UfR 1958B, s.149.
- Gomard, Bernhard*: Et retspolitisk program for dommerskabt ret, Højesteret 1661-1983, 1983.
- Gomard, Bernhard*: Forholdet mellem Erstatningsregler i og uden for Kontraktforhold, 1958.
- Gomard, Bernhard*: Hadley v. Baxendale og adækvans (anmeldelse af *Lookofsky*: Consequential Damages in Comparative Context, 1989), U1989B417.
- Gomard, Bernhard*: Obligationsret 1. del, 1998.
- Gomard, Bernhard*: Obligationsret 2. del, 2003.
- Gomard, Bernhard*: Obligationsret, almene emner, 1. hæfte – Naturalopfyldelse, 1971.
- Gomard, Bernhard*: Obligationsretten i en nøddeskal, bind I, 1972.
- Gomard, Bernhard*: Obligationsretten i en nøddeskal, bind II, 1972.

Gomard, Bernhard: Samarbejde og ansvar i selskaber og koncerner, 1997.

Gomard, Bernhard: Status i Dansk Erstatningsret, Festskrift til Curt Olsson, 1989, s. 51 ff.

Grundmann, Stefan: Europäisches Schuldvertragsrecht, 1999.

Grönfors, Kurt: Avtalslagen, 1989.

H

Habermas, Jürgen: Theorie des kommunikativen Handelns, Band 2, 1981.

Hagstrøm, Viggo: Fragmenter fra obligasjonsrett II (stencileret udgave), 1992.

Hagstrøm, Viggo: Kunst- og antikvitetsauksjoner i rettslig belysning, TfR 1986.461.

Hagstrøm, Viggo: Kausjonsretten i forandring, Festskrift til Carsten Smith, 2002, s. 363 ff.

Halila, Heikki: Vad är kännetecknande för idrottsjuridiken?, Finskt-svenskt idrottsjuridiskt seminarium, red. av Heikki Halila och Olli Rauste, 1999, s. 11.

Hallgreen, Lars: Sportsret, 2000.

Hansen, Jesper Lau (red.): Nordisk Børsret, 2003.

Hansen, Jesper Lau: Anmeldelse af "Børsret – Insiderhandel" af Nis Jul Clausen, Ju 1993.90.

Hansen, Jesper Lau: Børsreformens love, UfR 1996B, s. 93.

Hansen, Jesper Lau: Børsreformens lovforslag, UfR 1995B, s. 346.

Hansen, Jesper Lau: Den skurkagtige insider og de trivielle kryb, Lov & Ret 1994:5, s. 9.

Hansen, Jesper Lau: Farlig viden, Lov & Ret, 2002, s. 12.

Hansen, Jesper Lau: Forslaget til et EU-direktiv om markedsmissbrug, NTfS 2001:3, s. 352.

Hansen, Jesper Lau: Midtbank-sagen efter byrettens dom, R&R 2003:6, s. 6.

Hansen, Jesper Lau: Due diligence og insiderhandel, UfR 2001B, s. 417.

Hansen, Jesper Lau: Fondsbørsen – Aspekter af en fondsbørsretlig forudsætning, 1999.

- Hansen, Jesper Lau*: Sanktioner mod insiderhandel og kursmanipulation, Forhandlingerne ved det 36. nordiske juristmøde, 2002, Del I, s. 265.
- Hansen, Jesper Lau*: Informationsmisbrug, 2001.
- Hansen, Jesper Lau*: Journalisten som manipulator – Børsrettens behandling af journalister, Retfærd 1996.4, s. 60.
- Hansen, Jesper Lau*: Retsøkonomiens veje og vildveje, UfR 1999B, s. 115.
- Hart, H. L. A.*: The Concept of Law, 1994.
- Hartkamp, Arthur/Martijn Hesselink*: Towards a European Civil Code, 2. udgave, 1998.
- Hasselbalch, Ole (ed)*: Juridisk forskning, 1988.
- Hedemann, Justus Wilhelm*: Die Flucht in die Generalklauseln, 1933.
- Hellner, Jan*: Metodproblem i rättsvetenskapen, 2001.
- Hellner, Jan*: Skadeståndsrätt och rättsekonomi, 1998.
- Hellner, Jan*: Köprätt, 1967.
- Hellner, Jan/Jan Ramberg*: Köprätt, 1989.
- Hellner, Jan*: Rättsteori, 1988.
- Hellner, Jan*: UNIDROIT's principer för internationale avtal, Jan Rosén (red.) Lex ferenda, 1996, s. 71.
- Herre, Johnny*: Ersättningar i köprätten – särskilt om skadeståndsberäkning, 1996.
- Herre, Johnny*: Köplagen, 1995.
- Hopt, Klaus/Eddy Wymeersch (Ed.)*: European Insider Dealing – Law and practice, 1991.
- Hopt, Klaus*: The European Insider Dealing Directive, 27 Common Market Law Review 51, 1990.
- Hov, Jo*: Aftalebrudd og partsskifte, 1997.
- Hultmark, Christina* (nu Ramberg): Kontraktsbrott vid köp av aktie, 1992.
- Hultmark, Christina* (nu Ramberg): Upplyningsplikt vid ingående av avtal, 1993.
- Håstad, Torgny*: En europeisk civillag och den nordiske kontraktsretten, Forhandlingerne ved Det 36. Nordiske Juristmøde, 2002.
- Håstad, Torgny*: Säljarens upplysningsplikt, JT 1992-93, s. 607 ff.

I

Illum, Knud: Anmeldelse af Misligholdelse af Ejendoms køb af Anders Vinding Kruse, UfR 1954B, s. 316.

Illum, Knud: Forelæsninger over almindelig formueret, 1950.

Illum, Knud: Henry Ussings forfatterskab, UfR 1946B, s. 115.

Illum, Knud: Om tilfælde eller fast regres i panteretsforhold, UfR 1953B, s. 61.

Iuul, Stig: Grundrids af den romerske formueret, 1944.

Iversen, Torsten: Erstatningsberegning i kontraktsforhold, 2000.

Iversen, Torsten: Støtteerklæringer, 1994.

J

Jacobsen, Christian Boye/Kim Sparlund: Nye regler om insider-handel, R&R 1991:7, s. 22.

Jansson, Per-Ola: Sanning och myt kring kapitalmarknadens avreglering, Juridisk Tidskrift, 1995-1996, s. 996 ff.

Jespersen, Halfdan Krag: Proceskumulation, 1970.

Jespersen, Halfdan Krag/Asbjørn Grathe: Solidaritet, 1996.

Johnsen, J.: Bedrageri mod almenheden, Forhandlingerne på det 17. nordiske juristmøde, 1937, s. 222 og bilag VII.

Jørgensen, Stig: Erstatningsret, 1972.

Jørgensen, Stig: Et funktionsbestemt professionsansvar, Rettid, 2001, s. 1 ff.

Jørgensen, Stig: Kontraktsret – Bind I, 1971.

Jørgensen, Stig: Kontraktsret – Bind II, 1972.

Jørgensen, Stig: Kontraktrettens udvikling og kontraktens funktion, R&R 1989:1, s. 12.

Jørgensen, Stig: Kvalitetskriterier i retsvidenskaben, Arbejdsretligt Tidsskrift, 1985.

Jørgensen, Stig: Misligholdelse, TfR 1964, s. 449 ff.

Jørgensen, Stig: Om mangelsbegrebet ved køb og salg af brugt løsøre med særlig henblik på køb af brugte automobiler, UfR 1951B, s. 272.

Jørgensen, Stig: Pluralis Juris, 1982.

Jørgensen, Stig: Ret og samfund, 1970.

Jørgensen, Stig: Retfærdighed og Ret, I-II, 1990-1991.

Jørgensen, Stig: Retsmisbrug i nordisk ret, Lov og Rett, 1977, s. 177.

K

- Karlgren, Hjalmar*: Avtalsrättslige spørsmål, 1954.
- Karlgren, Hjalmar*: Några aktierättsliga anteckningar i anledning av et par rättsfall, SvJT 1938, s. 190.
- Karlgren, Hjalmar*: Passivitet, 1995.
- Karlgren, Hjalmar*: Studier i allmän avtalsrätt, 1935.
- Kjetil Krokeide*: Restitution og berikelse ved ineffektive kontrakter, TfR 1982:487
- Knoph, Ragnar*: Oversikt over Norges Rett, 1934.
- Knoph, Ragnar*: Rettslige Standarder, 1934.
- Knoph, Ragnar*: Til kontraktsrettens almindelige del, TfR 1937, s. 63.
- Knoph, Ragnar*: Utviklingslinjer i moderne formuerett, 1934.
- Knoph, Ragnar*: Åndsretten, 1936.
- Knudsen, Gudmund*: Selskapets ansvar for uriktige eller villedende opplysninger ved aksjetegning og kjøp av aksjer, Tidsskrift for Forretningsjus 1997, s. 1.
- Koktvedgaard, Mogens*: Konkurrenceprægede Immaterialretspositioner, 1965.
- Koktvedgaard, Mogens*: Lærebog i konkurrenceret, 2000.
- Krabbe, Oluf H.*: Anmeldelse af Henry Ussing - Bristende forudsætninger, UfR 1920B, s. 171.
- Krawiec, K. D.*: Fairness, efficiency and insider trading: Deconstructing the coin of the realm in the information age, Northwestern University Law Review, Volume 95, 2001.
- Krenchel, Jens Valdemar*: Om retsfortabende passivitet, UfR 2000B, s. 180.
- Krenchel, Jens Valdemar*: Økonomisk ret – om den retsøkonomiske analyse, Justitia 1996:4.
- Kristiansen, Jens*: Offentlige personaleforhold i en brydningstid, Ju 2003:7, s. 252.
- Kristoffersen, Sonny*: De nye forbrukerkøpsregler og standardvilkår, 2002.
- Krokeide, Kjetil*: Restitution og berikelse ved ineffektive kontrakter, TfR 1982, s. 487.
- Kruse, Fredrik Vinding*: Den danske lov om aktieselskaber af 29. september 1917, UfR 1918B, s. 265.
- Kruse, Anders Vinding*: Adækvansproblemet i erstatningsretten, TfR 1951:321

- Kruse, Anders Vinding*: Ejendoms køb, 1954.
Kruse, Anders Vinding: Ejendoms køb, 1990.
Kruse, Anders Vinding: Erstatningsansvarets grænser, Festskrift til Hellner, 1984, s.787 ff.
Kruse, Anders Vinding: Erstatningsansvarets grænser, Ju 1957.521.
Kruse, Anders Vinding: Erstatningsretten, 1989.
Kruse, Anders Vinding: Restitutioner, 1950.
Krüger Andersen, Paul/Nis Jul Clausen: Børsretten, 2000.
Krüger Andersen, Paul: Aktie- og anpartsselskabsret, 2000.
Krüger Andersen, Paul: Dansk koncernret, 1996.
Krüger Andersen, Paul m. fl.: Dansk Privatret, 1999.
Krüger Andersen, Paul: Markedsføringsret, 1978.
Krüger, Kai: Norsk kjøpsrett, 1999.
Krüger, Kai: Norsk kontraktsrett, 1989.
Kunkel, S. S.: Insider trading: A new equal access approach, Journal of Contemporary Law, Volume 15, 1989.

L

- Lando, Ole*: Kort indføring i komparativ ret, 1986.
Lando, Ole/Hugh Beale: Principles of European Contract Law Parts I & II, 2000.
Lando, Ole: Why codify the European Law of contract? European Review of Private Law, 1997, s. 525.
Lando, Ole: En europæisk lovbog på formuerettens område, Julebog 1996, s. 9.
Langevoort, Donald C.: Insider Trading: Regulation, Enforcement & Prevention, West Publishing, 1999.
Lassen, Julius: Haandbog i Obligationsretten, 1892.
Lassen, Julius: Haandbog i Obligationsretten, Almindelig del, 1920.
Lassen, Julius/Henry Ussing: Haandbog i Obligationsretten, Speciel del, 1923.
Lassen, Niels: Nogle Bemærkninger om Skadeserstatningspligtens Omfang, TfR 1889, s. 56.
Lawson, G.: The ethics of insider trading, Harvard Journal of Law & Public Policy, Volume 11, 1988.
Lehrberg, Bert: Förutsättningsläran, 1989.
Lehrberg, Bert: Förutsättnings synpunkter på köprettens felbegrep, SvJT 1990, s. 543 ff.

- Lehrberg, Bert*: Förutsättningsläran – en rättsregel i modern svensk rätt, SvJT 1990, s. 202.
- Leland, H. E.*: Insider Trading: Should It Be Prohibited?, Journal of Political Economy, volume 100, 1992.
- Levmore, S.*: In defense of the regulation of insider trading, Harvard Journal of Law & Public Policy, Volume 11, 1988.
- Levmore, S.*: Securities and secrets: Insider trading and the law of contracts, Virginia Law Review, Volume 68, 1982.
- Lindqvist, Fredrik*: Skadeståndsansvar för prospekt? En fråga med många teorier – kan marknadsföringslagen ge ett klart svar?, Juridisk Tidskrift, 1996-1997, s. 371 ff.
- Lindskog, Rolf*: En avhandling om aktieöverlatelser, SvJT 1993, s. 97 ff.
- Lookofsky, Joseph*: Internationale køb, 1989.
- Lookofsky, Joseph*: Consequential Damages in Comparative Context, 1989.
- Lookofsky, Joseph*: Formuerettens harmonisering – Towards a European Civil Code, U1997B251.
- Lookofsky, Joseph*: Køb – Dansk indenlandsk købsret, 2002.
- Lynge Andersen, Lennart/Jørgen Nørgaard*: Aftaleloven med kommentarer, 1999.
- Lynge Andersen, Lennart/Palle Bo Madsen*: Aftaler og Mellemmænd, 2001.

M

- Macey, Jonathan R.*: Securities trading: a contractual perspective, Case Western Reserve Law Review, Volume 50, 1999.
- Madsen, Jens*: Kursmanipulation, UfR 2000B, s. 569.
- Madsen, Palle Bo*: Aftalefunktioner, 1983.
- Madsen, Palle Bo*: Markedsret, Del 1, 2000.
- Madsen, Palle Bo*: Vildfarelser, forudsætninger og billighed. Aftalerisikoen i historisk og komparativ belysning, 1981.
- Madsen-Mygdal, N. P.*: Magtfordrejningsproblemer i civilretten, Festskrift til Henry Ussing, 1951, s. 348.
- Magnus, Ulrich*: Elemente eines europäischen Deliktsrechts, ZeuP, Volume 6, 1998.
- Magnus, Ulrich*: Unification of Tort Law – Damages, 2001.
- Maine, Sir Henry Sumner*: Ancient Law, 1891.

- Manne, Henry G.*: Insider Trading and the Stock Market, 1966.
- Marthinussen, H. F.*: Noen bemerkninger om “insider trading”, LoR, 1969, s. 373.
- Martinsson, Claes*: Säljerens upplysningsplikt en fråga om “att gå över ån efter vatten”, JT 1992-93, s. 436 ff.
- Michaelsen, André/Kjetil Wibe*: Forbudet mot kursmanipulering, Tidskrift for forretningsjus, nr. 1/2002, s. 64-131.
- Michelsen, Aage*: Forholdet mellem selskabsret og selskabsskatteret, NTS 1999:1, s. 91.
- Moalem, Dan/David Moalem*: Nye regler for notering på Københavns Fondsbørs A/S, NTfS 2002:2, s. 147.
- Moalem, Dan*: Om “intern viden” og “væsentlighed” i værdipapirhandelsretten, NTfS 2004:1, s. 71.
- Moalem, Dan*: Investeringsbankers corporate finance- og analyseaktiviteter – om Chinese Walls og Wall Crossing, Juridiske Emner, 2003, s. 162.
- Moalem, David/Jakob Kristensen*: Insider trading – ulovlig handel med værdipapirer, Justitia 1998:3.
- Moalem, David*: Civilretlige sanktioner ved insiderhandel, NTfS 1999:4, s. 108.
- Moalem, David*: Det danske insiderregister – to skridt frem og ét tilbage, Ju 2003.227.
- Moalem, David*: Fra generalklausul til detailregulering – værdipapirhandlernes god skik-regulering, Juridiske Emner, 2003, s. 177.
- Moalem, David*: Fortielser ved kontraktindgåelse – Om obligationsrettens loyale oplysningspligt, UfR 2004 B, s. 133.
- Moalem, David*: Insiderpersonkredsen – Sondringen mellem primære og sekundære insidere, Ju 1999.103.
- Moalem, David*: Retsstiftende passivitet, Juridiske Emner, 2001.
- Moberg, Krister /Per Samuelsson*: Börsrätt, 1999.
- Moloney, Niamh*: EC Securities Regulation, 2002.
- Mortensen, Peter*: Landbrugsforpagtning, 1999.
- Munck, Noe m.fl.*: Selskabsformerne – lærebog i selskabsret, 1997.
- Müller-Graff, Peter-Christian*: Gemeinsames Privatrecht in der Europäischen Gemeinschaft, 1993.
- Møller, Ernst*: Forudsætninger, 1894.

N

- Neville, Mette/Karsten Engsig-Sørensen (ed):* The internationalisation of companies and company laws, 2001.
- Nielsen, Mette Winther:* Skal de danske insider trading regler ændres?, R&R 1991:1, s. 25.
- Nielsen, Peter Arnt:* Danmarks civilretlige EU-isolation, Lov & Ret 2002:4, s. 8.
- Nielsen, Peter M.:* Strafferetlige og erstatningsretlige aspekter af insider-handel, R&R 1991:7, s. 24.
- Nielsen, Ruth/Paul Krüger Andersen,* Retsøkonomi og retskildelære, UfR 1998B, s. 476.
- Nielsen, Thøger:* Et bidrag til diskussionen om misligholdelse af ejendoms-køb, UfR 1955B, s. 233.
- Nielsen, Thøger:* Studier over ældre dansk formueretspraksis, 1951.
- Nielsen, Thøger:* Beregningsgrundlag og ligningsgrundlag, TfR 1963, s. 347.
- Nørager-Nielsen, Jacob/Søren Theilgaard:* Købeloven med kommentarer, 1993.
- Nørager-Nielsen, Jacob:* Anmeldelse af Aftaler og Mellemmænd, UfR 1989B, s. 18.
- Nørgaard, Jørgen:* Ugyldighed og misligholdelse, UfR 1978B, s. 276.

O

- Olrog von Matérn, Catarina:* Prospektansvar ja – men endast i teorin, JT 1996-1997, s. 1071 ff.

P

- Paschke, Marian/Constantin Iliopoulos:* Europäisches Privatrecht, 1998.
- Peczenik, Alexander:* Juridisk Argumentation, 1990
- Pedersen, Jan:* Mere om forholdet mellem skatteret og civilret, SR-Skat 1992, s. 101.
- Pedersen, Jan:* Skatteudnyttelse, 1989.
- Philip, Allan:* EU – IP, 1994.
- Poulsen, Sune Troels:* Loyalitetspligt & erhvervsforbud, 1991.
- Pålsson, Anne-Marie/Per Samuelsson:* Tvister på de finansielle marknaderne, JT, 1999-2000, s. 99 ff.

R

- Ramberg, Jan*: Kex mercatoria rediviva, Jan Rosén (red.) Lex ferenda, 1996, s. 181.
- Ravnskilde, Jens*: Passivitet, 2002.
- Riis, Thomas*: Ophavsret og retsøkonomi, 1996.
- Rohde, Knut*: Obligationsrätt, 1956.
- Roos, Carl Martin*: Varför rättsekonomi, TfR 1993:227.
- Rosenkvist, Jens/Nis Jul Clausen*: Nogle betragtninger om børsretlig regulering, J 1993.395.
- Rosenmeier, H. P.*: Mangler ved fast ejendom, 2000.
- Ross, Alf*: Om ret og retfærdighed, 1971.
- Ross, Alf*: Skyld, ansvar og straf, 1970.
- Ross, Alf*: Virkelighed og Gyldighed i Retslæren, 1934.

S

- Samuelsson, Per*: Rättsekonominns upkomst, SvJT 1997.528.
- Samuelsson, Per*: Information och ansvar, 1991.
- Sandeberg, Catarina af*: Marknadsmissbruk, 2002.
- Sandeberg, Catarina af*: Prospektansvaret, 2001.
- Santomero, Anthony/David Babbel*: Financial Markets, Instruments & Institutions, 2001.
- Schaumburg-Müller, Peer*: Dansk Børsret, 1. del – Almindelige emner, 2003.
- Schaumburg-Müller, Peer/Erik Bruun Hansen*: Dansk børsret, 1996.
- Schaumburg-Müller, Peer/Erik Werlauff*: Ansvar for børsemmission, UfR 1997B, s. 456.
- Schaumburg-Müller, Peer/Erik Werlauff*: Børsretlig oplysningspligt – delvis tilpasning af dansk ret til internationale normer, UfR 1999B, s. 352.
- Schaumburg-Müller, Peer/Erik Werlauff*: Børsretlig praksis – de væsentligste børsretlige afgørelser i 1993, UfR 1994B, s. 300.
- Schaumburg-Müller, Peer/Erik Werlauff*: Børsretlig praksis – de væsentligste børsretlige afgørelser i 1998, UfR 1999B, s. 146.
- Schaumburg-Müller, Peer/Erik Werlauff*: Insider trading i retlig belysning, UfR 1988B, s. 73.
- Schaumburg-Müller, Peer/ Erik Werlauff*: Værdipapirhandlerens loyalitetspligt – god skik og “best execution” ved handel med værdipapirer, UfR 2001B, s. 361.

- Schaumburg-Müller, Peer /Erik Werlauff*: Efter Hafnia, UfR 2002B, s. 437.
- Schaumburg-Müller, Peer*: Anmeldelse af Børsret – Insiderhandel af Nis Jul Clausen, UfR 1992B, s. 213.
- Scheppele, K. L.*: It's just not right: The ethics of insider trading, *Law & Contemporary Problems*, Volume 56, 1993.
- Schmidt, Svénné*: International formueret, 1987.
- Schmiegelow, Rasmus/David Moalem/Dan Moalem*: Reguleringen af værdipapirmarkedet – status og perspektiver, *FinansInvest* 2003:1, s. 16.
- Schovsbo, Jens*: Immaterialretsaftaler: Fra kontrakt til status i kontraktsretten, 2001.
- Schwartz, D. E.*: Perspectives on insider trading civil liability, *Nineteenth Annual Institute on Securities Regulation*, volume 1, 1987
- Simonsen, Lasse*: Prekontraktuelt ansvar, 1997.
- Skaaning-Jørgensen, P. E.*: Insider trading “på dansk”, *R&R* 1987:8, s. 10.
- Skogh, Göran/Per Samuelsson*: Juridisk forskning i gränsområdet mot ekonomi – eksemplet insiderhandel, *Regulering og styring I*, (Red) Basse, Ellen Margrethe/Jensen, Vibeke, 1989.
- Smith, Lucy*: Om misbruk av interne opplysninger ved aksjeomsetning – såkaldt insider trading, *TfR* 1983.145.
- Sofsrud, Thorbjørn*: Bestyrelsens beslutning og ansvar. Spørgsmål til bedømmelse af bestyrelsesmedlemmers erstatningsansvar, 1999.
- Spier, Jaap*: *The Limits of Expanding Liability*, 1998.
- Spier, Jaap*: *Unification of Tort Law – Causation*, 2000.
- Spleth, P.*: Mangelsbegrebet, UfR 1955B, s. 66.
- Spleth, P.*: Mangelsbeføjelser, *TfR* 1947, s. 154.
- Spleth, P.*: Spredte bemærkninger om misligholdelse af ejendomskøb, UfR 1962B, s. 213.
- Stang, Fredrik*: Erstatningsansvar, 1919.
- Stang, Fredrik*: Indledning til formueretten, 1935.
- Stang, Fredrik*: Avtalelovens § 33 - Dens indhold og dens forhold til forudsætningslæren, *TfR* 1930, s. 51.
- Steil, Benn*: *The European Equity Markets*, 1996.
- Stokholm, Jon*: Om garanterede emissioner, UfR 2000B, s. 58.
- Strobel, I. A*: Forholdet mellem skatteret og civilret?, *SR-SKat* 1991, s. 377.
- Strudler, A./E. W. Orts*: Moral principle in the law of insider trading, *Texas Law Review*, Volume 78, 1999.
- Strömholm, Stig*: Rätt, rättskällor och rättsstillämpning, 1997.

- Strömholm, Stig*: Allmän rättslära, 1988.
Stuer Lauridsen, Preben: Idrætsjura, 1983.
Stuer Lauridsen, Preben: Studier i retspolitisk argumentation, 1974.
Stuer Lauridsen, Preben: Retslæren, 1977.
Stuer Lauridsen, Preben: Om ret og retsvidenskab, 1992.
Sundby, Niels Kristian: Om normer, 1978.
Sæbø, Rune: Innsidehandel med verdipapir, 1995.
Sæbø, Rune: Om erstatningskrav i aksjeselskabsforhold, Festskrift til Nils Nygaard, 2002.

T

- Tamm, Ditlev*: Dansk retshistorie, 1996.
Tamm, Ditlev: Retshistorie – Bind 2, 1991.
Tamm, Henrik: Om mangler ved overdragelse af forretninger o. l., UfR 1955B, s. 153.
Taupitz, Jochen: Europäische Privatrechtsvereinheitlichung heute und morgen, 1993.
Thompson, R.: The Measure of Recovery Under Rule 10b-5: A Restitution Alternative to Tort Damages, Vanderbilt Law Review, Volume 37, 1984.
Thompson, Robert B.: Insider trading, investor harm, and executive compensation, Case Western Reserve Law Review, Volume 50, 1999.
Torp, Carl: Nogle Bemærkninger om Retsstridighedsspørgsmaalet, TfR 1928, s. 243.
Torsten Hoffmeyer/ David Moalem/Dan Moalem: Nyt dansk insiderregister, R&R 2002, nr. 9, s. 44.
Tvarnø, Christina: EU – det indre marked og aftaleretlig harmonisering, UfR 2002B, s. 51.

U

- Ulfbeck, Vibe*: Kontraktens relativitet – Det direkte ansvar i formueretten, 2000.
Ussing, Henry: Anmeldelse af Fredrik Stang – Innledning til formueretten, 1935, TfR 1936, s. 172.
Ussing, Henry: Aftaler paa Formuerettens Omraade, 1930.
Ussing, Henry: Aftaler, 1950.
Ussing, Henry: Bristende forudsætninger, 1918.

- Ussing, Henry*: Erstatningsret, 1937.
Ussing, Henry: Erstatningsret, 1962.
Ussing, Henry: Køb, 1939.
Ussing, Henry: Køb, 1967.
Ussing, Henry: Obligationsretten – Almindelig del, 1967.

V

- Vahlén, Lennart*: Avtal och tolkning, 1960.
Vinther, Nikolaj/Erik Werlauff: Når civilretten fraviges i skatteretlig sammenhæng, TFS 2003, s. 345.
Vinther, Nikolaj/Erik Werlauff: Skatteretten må ikke vilkårligt afvige civilretten, TFS 2003, s. 705.
Vinther, Nikolaj: Skat og årsrapport – Refleksioner over regnskabsreformens betydning for skatteretten, UfR 2002B, s. 243.
Von Eyben, Bo/Hans Henrik Vagner: Lærebog i erstatningsret, 1999.
Von Eyben, W. E.: Anmeldelse af Lennart Vahlén – Formkravet ved fastighetsköp, 1951, Ju 1952.250.

W

- Wang, William K. S/Marc I Steinberg*: Insider Trading, 1996.W
Wang, W. K. S.: Trading on material non-public information on impersonal stock markets, Southern California Law Review, Volume 54, 1981.
Wang, William K.S.: Stock Market insider trading, victims, violaters and remedies, Villanova Law Review, Volume 45, 2000.
Wegener, Morten: Juridisk metode, 2000.
Wendt, Peter: Penge og Kapitalmarked, 1994.
Wendt, Peter: Den finansielle sektor, 2002.
Werlauff, Erik: Anpartsaftalers bindende virkning, 1994.
Werlauff, Erik: EU-selskabsret, 2002.
Werlauf, Erik: Selskabsmasken, 1991.
Werlauf, Erik: Selskabsret, 5. udgave, 2003.
Werlauf, Erik: UfR 1997B, s. 60, anmeldelse af Dansk børsret – værdipapirmarkedsret.
Werlauf, Erik: Anmeldelse af Jens Evald – Retsmisbrug, 2001, Ju 2002.137.
Werlauff, Erik/Peer Schaumburg-Müller: Europæisk insiderret, UfR 1988B, s. 329.

Werlauff, Erik: Børs- og kapitalmarkedsret, 2000.

Werlauff, Erik: Selskabsretlig loyalitetspligt – udvikling gennem EF-retten, UfR 1990B, s. 427.

Werlauff, Erik: Werlauffs kommenterede aktieselskabslov, 2002.

Wilhelmsson, Thomas: Legal integration as disintegration of national law, i Legal Polycentricity (ed) *Petersen/Zahle*, 1995.

Wilhelmsson, Thomas: De almäna lärorna under trycket från rättens fragmentering och avnationalisering, Retfærd, 2003.

Wilhelmsson, Thomas: Europeiseringen av Privaträtten, TfR 2001, s. 1.

Williamson, Oliver: The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting, 1985.

Z

Zackariasson, Laila: Direktkrav – om rätt att rikta anspråk mot gäldenärens gäldenär, 1999.

Zahle, Henrik: The Polycentricity of the Law or The Importance of Legal Pluralism for legal Dogmatics, i Legal Polycentricity (ed) *Petersen, Hanne/Henrik Zahle*, 1995.

Zahle, Henrik: Hvad skal jeg gøre i denne sag – Retsfilosofien mellem videnskab og praksis, Ju 2003:3, s. 82.

Zimmermann, Reinhard/ Simon Whittaker: Good Faith in European Contract Law, 2000.

Zimmermann, Reinhard: Civil Code and Civil Law, Columbia Journal of European Law, 1994/95.

Ø

Øvergaard, Jørgen: Om ugyldighed av viljeserklæringer på grunn av viljemangler, 1948.

Å

Aarbakke, Magnus: Aksjetegning: ugyldighet, mislighold og ansvar, TfR 1989:333.

Aarum, Kristin Normann: Prospektansvaret – behov for nytenkning?, TfR 2002/1-2, s. 239.

Aarum, Kristin Normann: Styremedlemmers erstatningsansvar i aksjeselskaper, 1994.

Aasebo, Kristoffer: Saklighetskrav til forretningsavtaler i et marked med rettslige etableringssperre, TfR 2001.789.

Lovforarbejder

Danmark

- Bet. 362/1964:* Revision af aktieselskabslovgivningen.
- Bet. 436/1967:* Børsen og kapitalmarkedet.
- Bet. 540/1969:* En fællesnordisk aktieselskabslovgivning.
- Bet. 600/1971:* Fondsbørsen og fondsbørsvekslerne.
- Bet. 845/1978:* Betænkning om forbruger køb.
- Bet. 1216/1991:* Insider handel.
- Bet. 1230/1992:* Børsnoterede selskaber.
- Bet. 1289/1995:* Juridiske personers bødeansvar.
- Bet. 1290/1995:* Børsreform II.

Udkast til Lov om Køb – med tilhørende bemærkninger, 1904.

Udkast til Lov om Kommission, Handelsagentur og Handelsrejsende – med tilhørende bemærkninger, 1913.

Udkast til Lov om Aftaler og andre Retshandler paa Formuerettens område – med tilhørende bemærkninger, 1914.

Foreløbig redegørelse om formuerettens generalklausuler (af Stig Jørgensen), 1974.

Norge

- NOU 1978:42:* Verdipapirhandel.
- NOU 1989:11:* Straffansvar for foretak.
- NOU 1996:2:* Verdipapirhandel.
- NOU 2000:10:* Ny lov om verdipapirregister.

Ot. Prp 1984/85:68: Verdipapirhandelloven.

Ot. Prp 1984/85:72: Aksjelovens flaggingsregel.

Ot. Prp 1986/87:80: Justits- og politidepartementets proposisjon om A. Kjøpslov og B. Lov om samtykke til ratifikasjon av FN-konvensjonen om kontrakter for internasjonale løsørekjøp for Norge.

Ot. Prp 1987/88:68: Opsjoner.

Ot. Prp 1990/91:72: Verdipapirhandelloven m.v. (innsideregler og emisjonskontroll m.v.).

Ot. Prp 1996/97:29: Lov om verdipapirhandel.

Ot. Prp 2000/01:80: Om lov om endringer i verdipapirhandelloven (tiltak mot ulovlig innsidehandel m.v.).

Sverige

SOU 1970:38: Förtrolig företagsinformation och börshandel.

SOU 1974:83: Generalklausul i förmögenhetsrätten.

SOU 1984:2: Värdepappersmarknaden i framtiden.

SOU 1989:72: Värdepappersmarknaden i framtiden, Del I og II.

SOU 1994:68: Otillbörlig kurspåverkan och visse insiderfrågor.

SOU 1999:53: Ekonomisk brottslighet och sekretess.

Prop. 1984/85:157: Värdepappersmarknaden.

Prop. 1990/91:42: Insiderhandel.

Prop. 1995/96:215: Otillbörlig kurspåverkan och visse insiderfrågor.

Prop. 1999/00:34: Förvärv av egna aktier.

Prop. 1999/00:109: Ny insiderlagstiftning m.m.

Domme og afgørelser

Afgørelser og Udtalelser (Københavns Fondsbørs A/S)

A&U 1993.10.1 42

A&U 2001.1.6 33

A&U 2001.1.7 32

A&U 2001.1.20 28

Amerikansk retspraksis

Light vs. Jacobs, 66 N.E. 799 (Mass. 1903) 50

Dommer og kjendelser ved Kristiania Byret 1916-1921

Dom nr. 607 – 28. februar 1918 113

Dom nr. 645 – 11. juni 1921 120

Forbrugerklagenævnets afgørelser

Juridisk Årbog 1997, s. 93 150

Nordisk Domssamling

NDS 1995.607 NoH 123, 217

Norsk retts Tidende

NRt 1904.245 NoH 106

NRt 1905.222 NoH 186

NRt 1917.795 NoH 59

NRt 1918.49 NoH 16, 68, 109

NRt 1919.494 NoH 115

NRt 1921.267 NoH 116

NRt 1932.481 NoH 57, 64

NRt 1953.449 NoH 59

NRt 1995.1460 NoH 123

NYT JURIDISKT ARKIV

NJA 1937 A, nr. 10 SvH 121

NJA 1989.614 SvH 103

UGESKRIFT FOR RETSVÆSEN

UfR 1951.382 ØL	146
UfR 1952.472 SH	152
UfR 1961.306 SH	16
UfR 1962.1 H	59
UfR 1969.464 VL	64
UfR 1978.48 H	158
UfR 1988.379 VL	59
UfR 1991.330 H	95
UfR 1992.684 H	155
UfR 1994.808 H	95
UfR 1994.698 H	147
UfR 1995.905 H	25
UfR 1996.120 SH	105
UfR 1997.1505 H	42
UfR 1998.566 H	95
UfR 1999.513 ØL	42
UfR 2000.2356 ØL	22
UfR 2002.249 H	149
UfR 2002.2067 H	17

UTRYKTE AFGØRELSER

Retten i Hernings dom af 15. april 2003	33
---	----

Stikordsregister

A

absolut reklamationsfrist 144,
148f
adhæsionsproces 42
adækvansbetingelsen 63, 165
aftalekorrektio 103
aftaleloven § 7 76, 91
aftaleloven §§ 28-32 95
aftaleloven § 29 54
aftaleloven § 30 80ff
aftaleloven § 33 86ff
aftaleloven § 36 92ff
aftaleloven § 39 85, 88ff
aftaleloven § 39, 1. pkt 85
aftaleloven § 39, 2. pkt 85
aktiebreve 36
aktiemægler 114
Aktiemægler-dommen 113
almindelig hæderlighed 86ff
almindelig retsfølelse 170
analyser 32, 60
analytikerhvervet 37
anonym værdipapirmarked 185f
anonymt aftalerum 39, 184
ansvarsgrundlag 62ff, 136
auktionsmarkedet 36, 186

B

bagatelagtig viden 30, 49f
bedrageri 84
berigelseshensigt 25
bestemmende viden 16, 30f,
49ff
bevisbyrden 30, 65, 77, 84, 88,
163
bevisdata 64, 123
bipligter 138

bristende forudsætninger 99ff
børsintroduktion 17
børsmeddelelser 27
Børsreform I 21
Børsreform II 22

C

C.W. Obel-sagen 42, 106
call-option 72
caveat emptor 145
Chicago-skolen 168
condictio sine qua non 68
creeping acquisition 57
culpa 62
culpa in contrahendo 162

D

Dansk Patenttidende 27
de facto class action 43
deliktansvar 162
deliktretten 46, 182
delvis restitution 152
den loyale oplysningspligt 46
den negative kontraktsinteresse
141
direkte transaktion 38ff, 83,
153, 183

direktionsmedlem 16
Diskontobank-dommen 106
Dr. Hartmann-dommen 114ff,
119, 123, 124
due dilligence 39, 145, 147

E

egen skyld-vurderingen 64ff,
165
egne aktier 24, 33, 40, 90

emission 17
erstatning 161ff
erstatningens beregning 164ff
Eternit-sagerne 43, 149f
exculpationsbevis 77, 163

F

faktisk viden 32
faktiske mangler 153
finansielle analytikere 32
fondsaktier 119
fondsbørslovens § 16, stk. 1 42
fondsbørsvekslerer 38
forbrugeraftaler 97
forbruger køb 137
fordringshaveremora 133, 144
forholdsmæssigt afslag 152ff
forretningshemmeligheder 56
forskningsresultater 29
forsætsrekvisitten 82, 88
fortolkningsprincipper 19
forudsætningslæren 97ff
forventningsinteressen 164
forventningsprincippet 128
forældelse 148
friaktier 119
fuldbyrdet 25
Fuldmægtig-dommen 66, 67,
83, 97, 116, 123, 124
fusion 17, 166
fusionsforhandlinger 29, 33,
59, 65, 108, 111

G

generalklausul 86
gennemskuelighed 169
god advokatskik 86
god markedsføringsskik 86
god regnskabsskik 86
god skik-regulering 21
god tro 88

god værdipapirhandelsskik 86

H

Hafnia-sagen 17
handlepligt 13, 14, 46
Haughom-dommen 122
hovedpligter 138
hypotetisk årsagskonkurrence
67ff, 113, 165
hæderlighedsrekvisitten 87
hævebeføjelsen 158ff

I

identifikationsproblematikken
41ff
industrisamfundet 36
informationsasymmetri 13, 15,
26
informationsparitet 13, 15, 28,
39
informationsudveksling 16
insiderforbuddet 23ff
insiderhandel 21ff
insiderpersonkredsen 24
insiderregister 23
intern viden 26ff
internationale køb 18
investeringsplan 90
investeringsrisiko 67, 96, 119
ISS-sagen 106

J

juridisk person 24

K

kapitalmarkedets struktur 37
kausalitet 63, 84, 87, 165
kendelig vildfarelse 101
kendsgerninger 32
Kiksfabrik-dommen 90, 119,
123, 124

kinesiske mure 24
 kompensationsbetragtninger 169
 kompensationsmodellen 189
 konkret informationsparitet 28
 konkurrerende
 skadesårsager 68
 Konsul Øien-dommen 61, 65,
 68, 108, 121, 123, 124, 166
 konsulenthuse 32
 kontraheringsculpa 162
 konvergensspørgsmål 173
 korrigeringspligt 16
 kursmanipulation 14
 købeloven § 76, stk. 1, nr. 3 62
 købeloven § 80, stk. 1, nr. 3 62
 Køberens loyale oplysningspligt
 139ff
 købers misligholdelsesbeføjelser
 152ff
 købers undersøgelsespligt 144ff
 købsplaner 29

L

lex loci delicti 163
 ligelighed 169
 lighedsgrundsætningen 181f
 lighedsprincippet 128
 lovvalgsspørgsmål 163
 loyalitetsbrud 64, 118
 loyalitetslæren 126ff
 loyalitetspligt 83
 loyalitetspligten i kontrakt 127

M

mangelsbegrebet 136ff
 mangelsindsigelser 148ff
 markedshensynet 178ff
 markedsmisbrugsdirektivet 23
 markedsretten 174
 markedstransaktion 40ff
 mellemmand 41

Midtbank-dommen 33, 166
 misbrugsreservationen 13, 15,
 24
 misinformationsforbud 13f
 misligholdelseslæren 131ff
 mosaik-viden 32

N

NASDAQ 22
 Nationalbanken 37
 naturalia negotii 138
 naturretsteoretikerne 171
 negativ kontraktinteresse 44,
 53, 164
 netbaserede informationstjenester
 27
 norsk værdipapirhandelslov § 2-3
 66, 111
 noteringsforpligtelserne 29
 nødrethssituation 144
 nødværgesituation 144

O

obligationsrettens loyalitetslære
 125ff
 obligationsrettens objektivering
 127f
 obligationsrettens videnbegreb
 49ff
 obligationsrettens virkeligheds-
 fundament 40f
 offentlig viden 56
 omsætningsinteressen 128
 opfyldelsesinteressen 141
 oplysningsansvar 48
 oplysningspligtens historik
 134ff
 oplysningsrisiko 48

P

partsautonomi 127, 187

partsrelationen 182f, 185
passivitetslæren 126
pengemarkedet 37
pengemarkedsmæglerne 38
personligt aftalerum 38f
pligtmæssig reklamation 148
positiv opfyldelsesinteresse
164
primær værdipapirmarked 17
primære insidere 24, 111
prisdifferencetab 115
prospektansvar 17
prækontraktuelt ansvar 130
præsumptionsansvar 163
put-option 74

R

rationel investor 30
re integra 91ff
redelig handlemåde 94ff
redelighed 169
regnskabsoplysninger 29
reguleret marked 22
reklamation 75, 148ff, 153ff
relevansrekvisitten 102
rentefald 58
restitution 160
retfærdighed 168ff
retlig standard 86
retsfællesskab 18
retsfølelsen 172
retskildeværdi 19
retslæren 18
retsmisbrugslæren 127
retspositivisterne 171
retssociologien 172
retsstridig 56
retsstridighedsforbeholdet 54ff
retstradition 18
retsvirkninger af ugyldighed
102ff

retsøkonomi 19
Reuters 27
råvarederivater 23

S

salgsplaner 29
samarbejdsaftaler 29
samtidighedsgrundsætningen
161
sandsynlighed-omfang testen
32, 60f, 111, 124
Scherdin-dommen 121
sekundær insidere 111
sekundære insidere 24
sekundære værdipapirmarked
36
sekundært værdipapirmarked
17
selskabsoplysninger 29
selvhjælpssalg 133
Silcon-dommen 24
skibshavari 114
skyldgrad 63
skønsmæssig viden 32, 60
snigende overtagelse 57
specieskøb 17
specifik reklamation 159
spekulation i kursfald 73
spekulation i kursstigning 72
spekulationsforbud 22
svig 80ff
svigsreglen 49
sælgers loyale oplysningspligt
134

T

tabsbegrænsningspligten 64,
162, 165
tabsbeviset 63, 165
tavshedspligt 57
teoretisk oplysningspligt 83

tilbagekaldelsesadgang 91
tilbagekøbsprogrammer 23, 90
tilbagesøgningskrav 147
tilblivelsesmangel 80, 94f
tillidsinteressen 164
tipping 25, 31, 51
typeforudsætninger 63, 66

U

udbytte (frugter). 160
udnyttelsesforbud 13f, 16, 25,
30, 46f
ugyldighed 79ff
undersøgelsespligt 56
unoterede instrumenter 22
uredelig handlemåde 92ff
urigtige forudsætninger 99ff
urigtige oplysninger 16f
urimelige aftalevilkår 96
urimeligt indhold 93
usikker viden 32, 59ff, 124

V

valutamarkedet 37
vedtægtsændringer 29
viden om udstederen 29
viden om værdipapiret 29
videnbegrebet 26, 49ff
videregivelse af intern viden 57
vildfarelse 110
vildledning 16
viljesmangler 79, 95f
viljesprincippet 128
virksomhedsoverdragelse 17,
38, 147, 166
VP-centralen 184
værdipapirhandelens udvikling
35ff
værdipapirmarkedet 17, 37f
værnetingssspørgsmål 163
væsentlig viden 31, 49f

Ø

økonomiske tabsbetragtninger
172f

