

---

## ESMA har igangsat en revision af markedsmisbrugsforordningen

---

23.10.2019

The European Securities and Markets Authority (ESMA) har påbegyndt en revision af markedsmisbrugsforordningen (MAR). I den forbindelse har ESMA udsendt et Consultation Paper, som behandler en lang række fundamentale MAR-relaterede emner. I denne gennemgang opsummerer vi en række af de centrale analyser og spørgsmål, som ESMA opstiller. Kromann Reumert bidrager til høringen om MAR og inviterer til, at andre interessenter ligeledes bidrager til høringssvaret.

Hos Kromann Reumert er vi i færd med at analysere Consultation Paper med henblik på at afgive et høringssvar, baseret på de erfaringer vi har med MAR gennem snart 3 ½ år. Det Consultation Paper, som ESMA har udsendt, behandler en lang række fundamentale MAR-relaterede emner, så som afgrænsningen af begrebet "intern viden", udsættelsesadgangen, aktietilbagekøbsprogrammer, markedssonderinger og insiderlister. Formålet med Consultation Paper er at indsamle synspunkter og inspiration til en revision af MAR gennem høringssvar. Høringsfristen er den 29. november 2019.

I det følgende stiller vi skarpt på nogle af de centrale analyser og spørgsmål, som ESMA opstiller. Vi inviterer alle interesserede til at bidrage til høringen ved at

---

## Kontakt

Marianne Philip  
Partner

Direkte: +45 38 77 44 44  
Mobil: +45 40 79 10 14  
mp@kromannreumert.com

Christian Lundgren  
Partner

Direkte: +45 38 77 45 30  
Mobil: +45 40 74 37 75  
CL@kromannreumert.com

Christina Bruun Geertsen  
Partner

Direkte: +45 38 77 43 26  
Mobil: +45 20 10 63 69  
CBG@kromannreumert.com

Jeppe Buskov  
Partner

Direkte: +45 38 77 44 15  
Mobil: +45 24 86 00 18  
JBU@kromannreumert.com

Pernille Høstrup Dalhoff  
Director, Advokat

Direkte: +45 38 77 43 41  
Mobil: +45 24 86 00 59  
phd@kromannreumert.com

Agnes C. E. Navntoft  
Advokat

Direkte: +45 38 77 46 32  
Mobil: +45 20 19 74 36  
acen@kromannreumert.com

indsende deres bemærkninger til os på [MARQA@kromannreumert.com](mailto:MARQA@kromannreumert.com). Sådanne bidrag vil blive medtaget i vores høringssvar.

## Overordnet ramme for Consultation Paper

I henhold til MAR artikel 38 skulle Kommissionen senest den 3. juli 2019 forelægge en rapport for Europa-Parlamentet og Rådet om gennemførelsen af MAR, om nødvendigt sammen med et lovgivningsmæssigt forslag om ændringer. MAR opregner en række specifikke punkter, som skal adresseres i rapporten og disse er hovedemnet for Consultation Paper, om end Kommissionen og ESMA selv på nogle punkter går videre, end MAR foreskriver.

## Aktietilbagekøbsprogrammer

MAR artikel 5 indeholder undtagelser fra insiderhandels- og markedsm manipulationsforbuddene i forhold til aktietilbagekøbsprogrammer. Fritagelsen fra disse forbud forudsætter i henhold til artikel 5, stk. 3, at udstederen til den kompetente myndighed på den markedsplads, hvor aktierne er blevet optaget til handel, og de kompetente myndigheder, hvor aktierne handles, indberetter alle transaktioner i forbindelse med tilbagekøbsprogrammer, herunder de oplysninger, der er fastsat i artikel 25, stk. 1 og 2, og artikel 26, stk. 1, 2 og 3, i forordning (EU) nr. 600/2014.

ESMA foreslår at forsimple dette indberetningssystem, således at der kun skal ske indberetning til én kompetent myndighed, uanset om der sker handel på flere regulerede markeder. Det kan f.eks. være det marked, hvor aktierne er optaget til handel, eller det marked, hvor der er størst likviditet i aktien. Samtidig foreslår ESMA en række ændringer (og forsimplinger) i de data, som skal indberettes til myndighederne om tilbagekøbsprogrammer.

## Definitionen af intern viden

MAR artikel 38 kræver, at Kommissionen skal rapportere på, om "*definitionen af*

# KROMANN REUMERT

*intern viden er tilstrækkelig til at dække alle oplysninger af relevans for kompetente myndigheders muligheder for effektivt at bekæmpe markedsmisbrug." I*

overensstemmelse hermed stiller Consultation Paper tre fundamentale spørgsmål:

- *Have market participants experienced any difficulties with identifying what information is inside information and the moment in which information becomes inside information under the current MAR definition?*
- *Do market participants consider that the definition of inside information is sufficient for combatting market abuse?*
- *In particular, have market participants identified information that they would consider as inside information, but which is not covered by the current definition of inside information?*

Det er vores egen oplevelse, at udstedere har ganske betydelige udfordringer med at afgrænse, hvornår information udgør intern viden i MAR's forstand. Det gælder særligt i forhold til spørgsmålet om, hvor "præcis" den pågældende viden skal være i forhold til længerevarende forløb for at udgøre intern viden, f.eks. overvejelser om køb eller salg af virksomheder (inkl. overtagelsestilbud) og udviklingsprojekter, samt i forhold til ændringer i de finansielle og andre forecasts mv., som selskaberne har meldt ud til markedet. Et fundamentalt usikkerhedsmoment er, om Finanstilsynet ved efterfølgende sagsbehandling vil acceptere de uvægerligt skønspregede "judgment calls", som afgørelsen af, om et givet forhold udgør intern viden eller ej, indebærer. Bekymringen er, at Finanstilsynet (og andre) kan anskue tingene i "bagklogskabens klare lys", mens vurderingen fra udstederens side uvægerligt er fremadrettet.

Usikkerheden skærpes i praksis som følge af at en konstatering af, at der foreligger intern viden efter MAR (modsat hvad der var gældende under værdipapirhandelsloven) implicit fører udstederen ind i territoriet for oplysningspligtens indtræden, med mindre der er mulighed for at foretage udsættelses af offentliggørelsen.

*Hvis du har observationer eller erfaringer med disse forhold, hører vi meget gerne*

# KROMANN REUMERT

*fra dig.*

I forlængelse af disse fundamentale spørgsmål fokuserer Consultation Paper på tre mere specifikke områder, nemlig (i) intern viden i forhold til råvarederivater, (ii) intern viden i forhold til "front-running" samt (iii) pre-hedging aktiviteter. Mens (i) ikke berøres yderligere, er det værd at gøre et par betragtninger i forhold til "front-running" og "pre-hedging".

I henhold til MAR artikel 7(1)(d) omfatter intern viden for personer, der har til opgave at udføre handelsordrer med finansielle instrumenter, også viden, som "(...) *formidles af en kunde og vedrører dennes endnu ikke udførte handelsordrer, som er præcis, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter, og som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter.*" Consultation Paper lægger op til, at denne form for forbudt adfærd (front-running) skal udvides til at omfatte andre personer, som har kendskab til en kommende ordre mv., end de som har til opgave at udføre handelsordren. Det kan f.eks. være direktører eller bestyrelsesmedlemmer i et noteret selskab, som bliver orienteret om en aktionærs forestående køb eller salg af aktier. En sådan adfærd ville formentlig allerede i dag falde ind under forbuddet mod insiderhandel, men ESMA foreslår, at dette tydeliggøres i MAR.

Pre-hedging omfatter transaktioner, som banker og andre gennemfører i forventning om en kommende kundeordre, dvs. på et tidspunkt, hvor kunden ikke har afgivet selve ordren, men hvor der er en forventning om, at en transaktion vil finde sted. Denne form for aktivitet kan dels rejse spørgsmål om insiderhandel, dels om varetagelse af kundens interesser, ligesom selve pre-hedging transaktionerne kan påvirke markedskurserne. Consultation Paper opstiller spørgsmål om, hvorvidt det er relevant at skærpe MAR i forhold til denne type aktiviteter.

## Udsættelsesadgangen

Det er glædeligt, at Consultation Paper, jf. ovenfor, anerkender den i MAR iboende konflikt beroende på, at begrebet "intern viden" både afgrænser forbuddet mod

# KROMANN REUMERT

handel med finansielle instrumenter (insiderhandel) og hvornår oplysningspligten for en udsteder indtræder. Herom hedder det:

*"Currently the notion of inside information as defined in Article 7 makes no distinction between its application in the context, on the one hand, of market abuse and, on the other hand, of the obligation to publicly disclose inside information. Inside information can undergo different levels of maturity and degree of precision through its lifecycle and therefore it might be argued that in certain situations inside information is mature enough to trigger a prohibition of market abuse but insufficiently mature to be disclosed to the public. One way issuers can deal with this reality is through the mechanism of delaying disclosure of inside information as established in Article 17(4). Possibly reflecting a diverging approach to treatment of inside information across Member States, the Commission has received indications that relying on the mechanism of delaying disclosure of inside information is used to a varying extent across jurisdictions in the Union. It would appear that, while in some Member States issuers rely on this mechanism regularly, issuers of others use it on an exceptional basis."*

De to spørgsmål, som stilles i Consultation Paper er:

- *Please provide your views on the functioning of the conditions to delay disclosure of inside information and on whether they enable issuers to delay disclosure of inside information where necessary.*
- *Please provide relevant examples of difficulties encountered in the assessment of the conditions for the delay or in the application of the procedure under Article 17(4) of MAR.*

*Vi hører gerne kommentarer, eksempler mv. fra dig om disse spørgsmål.*

Som nævnt ovenfor er det Kromann Reumerts vurdering, at netop forholdet mellem intern viden i relation til handelsforbuddet og oplysningspligten samt vanskeligheder ved at afgøre, om kriterierne for udsættelse af offentliggørelse er opfyldt, er de forhold, som giver anledning til mange usikkerhedsmomenter for udstederne, og der

# KROMANN REUMERT

kan derfor være god grund til at tage dette emne op med ESMA.

## Markedssonderinger (Market Sounding)

Markedssonderingsregimet er en mulighed for udstedere og deres rådgivere til at kontakte investorer om en potentiel transaktion og lovligt videregive intern viden, før transaktionen offentliggøres. I Consultation Paper overvejes det at indsnævre den i dag relativt brede definition i artikel 11 i MAR af hvilken kontakt med investorer, der udgør en markedssondering, ligesom man ønsker at få praktisk input på hvor langt fremme i kommunikationen med de potentielle investorer, der reelt er en risiko for videregivelse af intern viden, og beskyttelsesreglerne derfor bør gælde.

Det er et krav for lovligt at videregive intern viden som led i en markedssondering, at udsteder (eller rådgiver) opfylder en række procedure- og dokumentationskrav. Kravene kan være byrdefulde, og derfor vil man i Consultation Paper se på en evt. lempelse af kravene. Som eksempel på et område, der kan simplificeres, nævner ESMA "cleansing"-proceduren, dvs. pligten til at informere modtageren af en markedssondering, når de oplysninger, der er videregivet som led i markedssonderingen, er ophørt med at være intern viden, navnlig i tilfælde af at transaktioner udskydes eller opgives.

Bl.a. stilles følgende spørgsmål i Consultation Paper:

- *Can you provide information on situations where the market soundings regime has proven to be of difficult application by DMPs or persons receiving the market sounding? Could you please elaborate?*

*Vi hører gerne dine kommentarer, erfaringer mv. til dette spørgsmål.*

ESMA lægger desuden op til at gøre det mere klart i MAR, at når en adfærd er en markedssondering, så indtræder forpligtelsen til at opfylde procedure- og dokumentationskravene. Opfylder man til gengæld disse krav, så har man per definition ikke ulovligt videregivet intern viden.

## Insiderlister

Udstedere m.fl. har pligt til at oprette en liste over insidere. Insiderlister er et hjælpeværktøj for myndigheder, når det i en konkret sag skal undersøges hvilke personer, der (formentlig) har haft intern viden, og effektiviteten af insiderlisten forudsætter, at det er de relevante personer, der står opført. Ifølge den nuværende artikel 18, stk. 1, i MAR skal insiderlisten inkludere de personer, der har "*adgang til intern viden*" hos udsteder. Dette bør dog ifølge ESMA begrænses til kun at være de personer, der faktisk har tilgået den interne viden, og ikke alle personer, der potentielt kunne have tilgået den interne viden. En sådan skærpelse stiller krav om, at udstedere mere nøjagtigt identificerer insiderne hos udsteder og derfor stilles følgende spørgsmål i Consultation Paper:

- *What changes and what systems and controls would issuers need to put in place in order to be able to provide NCAs, at their request, the insider list with the individuals who had actually accessed the inside information within a short time period?*

Det overvejes til gengæld at udvide kredsen af personer, der har pligt til at oprette insiderlister, til at omfatte personer, der udfører opgaver for udsteder, hvorved de får adgang til intern viden, som f.eks. revisor, men uden det nuværende krav om, at personen handler på udsteders vegne eller for udsteders regning.

Som supplement til de hændelsesbaserede insiderlister - og for at undgå at opføre den samme person på alle hændelsesbaseret insiderlister - kan udstedere vælge at oprette en permanent insiderliste. Den permanente insiderliste anvendes dog ifølge ESMA ikke altid efter hensigten, fordi (a) den anvendes i stedet for og ikke som supplement til den hændelsesbaserede insiderliste, som det er obligatorisk at oprette, og (b) der opføres insidere, der ikke er permanente insidere, på den permanente insiderliste. Permanente insidere er ifølge Consultation Paper kun en meget begrænset kreds af insidere og tæller blandt andre CEO, CFO (hos visse udstedere), direktionsassistent, bestyrelsesformand, head of legal og CTO, men f.eks. ikke som

# KROMANN REUMERT

udgangspunkt hele bestyrelsen.

- *Do you consider useful maintaining the permanent insider section? if yes, please elaborate on your reasons for using the permanent insider section and who should be included in that section in your opinion.*
- *Do you have any other suggestion on the insider lists that would support more efficiently their objectives while reducing the administrative work they entail? If yes, please elaborate how those changes could contribute to that purpose.*

*Vi hører gerne dine kommentarer mv. til disse spørgsmål.*

Insiderlister er et område, som også det danske Finanstilsyn har haft særlig fokus på, og tilsynet gennemførte blandt andet i 2018 en undersøgelse af insiderlister, hvor tilsynet på samme måde konstaterede, at for mange personer, der ikke er permanente insidere, opføres på den permanente insiderliste. Ligeledes ser vi, at Finanstilsynet meddeler relativt mange påbud over for udstedere for ikke at have udfyldt alle påkrævede oplysninger i insiderlisterne, og derfor modtager vi også gerne erfaringer om udfordringer med oprettelse og førelse af insiderlister.

## Ledelsens handler

Ledelsens (og deres nærtståendes) handler med udsteders aktier m.v. er et område, hvor man i Danmark som ét ud af kun fire medlemslande har udnyttet den fleksibilitet, som MAR giver, da man nemlig har hævet tærskelgrænsen for indberetning til det maksimale 20.000 euro. Med henblik på at undersøge om indberetningspligten skal lattes yderligere, stilles der i Consultation Paper spørgsmål om tærskelgrænsen bør forhøjes, og om der i stedet for at skulle indberette enhver transaktion efter, at tærskelgrænsen er nået, kan ske tilstrækkelig disclosure på anden vis.

I særlige tilfælde kan den ledende medarbejder gives tilladelse til at handle i et lukket vindue, jf. artikel 19, stk. 12, i MAR. Det efterspørges i Consultation Paper, om der er behov for at udvide denne adgang:



# KROMANN REUMERT

- *Please provide your views on the extension of the immediate sale provided by Article 19(2)(a) to financial instruments other than shares. Please explain which financial instruments should be included and why.*
- *Please provide your views on whether, in addition to the criteria in Article 19(12)(a) and (b), other criteria resulting in further cases of exemption from the closed period obligation could be considered.*

*Vi hører gerne kommentarer, eksempler mv. fra dig til disse spørgsmål.*

Formålet med de lukkede perioder er at forhindre, at de personer, der vil være nærmest hos udsteder til at have intern viden, begår insiderhandel. De lukkede perioder gælder i dag kun for ledende medarbejdere. Hvis en ledende medarbejder har intern viden om udsteder, har udsteder i sig selv per definition også den interne viden, og derfor overvejes om de lukkede perioder også skal gælde for udsteder. Det vil dog f.eks. begrænse muligheden for at lave en nyudstedelse op til aflæggelse af års- eller delårsrapport – der dog altid vil skulle overholde forbuddet mod insiderhandel i MAR artikel 14. Det overvejes også at lade nærtstående være omfattet af de lukkede perioder.

## Øvrige emner i ESMA's Consultation Paper

Udover de ovenfor gennemgåede emner omhandler Consultation Paper en række andre områder, herunder:

- muligheden for at udvide MAR's anvendelsesområde til også at omfatte FX spot-kontrakter
- mulige ændringer i MAR's anvendelsesområde ift. benchmarks
- udvidelse af MAR i forhold til institutter for kollektiv investering (collective investment undertakings)
- etablering af 'cross-market order book' med henblik på markedsovervågning
- håndhævelse af sanktioner

Læs ESMA's Consultation Paper