

Offentliggørelse af intern viden

Guide fra Nasdaq København

Introduktion

Denne vejledning beskriver de forventninger børsen har i forbindelse med udsteders offentliggørelse af oplysninger omfattet af punkt 3.1.1 Nasdaq Nordic Main Market Rulebook (børsens regler).

Punkt 3.1.1 skaber en forbindelse mellem børsens regler og den lovgivningsmæssige forpligtelse til at offentliggøre intern viden¹. Manglende eller langsommelig offentliggørelse af intern viden kan således både udgøre en overtrædelse af lovgivningen og af børsens regler. Det betyder også, at en udsteder kan blive genstand for to hørings- og sanktioneringsforløb hos henholdsvis Nasdaq og Finanstilsynet.

Børsen har en forventning om at selskaber forud for optagelsen til handel bruger de nødvendige ressourcer på at forberede sig til og løbende overholde oplysningsforpligtelserne. De fleste overtrædelser af oplysningsforpligtelserne sker, fordi udsteder ikke har forberedt sin organisation tilstrækkeligt på de forpligtelser, der følger med at være optaget til handel.

Hvis der er tvivl om, hvilke regler der gælder eller hvordan reglen skal forstås, kan udsteder kontakte Surveillance på telefon 33 93 33 66 inden for markedets åbningstid. Det er også muligt at sende en e-mail til Surveillance på surveillancedk@nasdaq.com. Surveillance vil meget gerne bistå med vejledning, men kan ikke rådgive eller træffe beslutninger på vegne af udsteder.

Finanstilsynet har på sin hjemmeside en temaside om markedsmisbrugsforordningen. På siden findes relevant information samt bl.a. skemaer m.v. som selskaber med fordel kan anvende i arbejdet med at overholde markedsmisbrugsforordningen. Hjemmesiden findes her: <https://finansstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1>.

HVAD skal man offentliggøre?

Udsteder skal offentliggøre intern viden

Oplysningsforpligtelsen i punkt 3.1.1 i børsens regler omfatter intern viden, der også i medfør af markedsmisbrugsforordningen skal offentliggøres. Offentliggørelsesforpligtelsen omfatter alene oplysninger, der *direkte* vedrører udsteder.

Det er udsteders ansvar at sikre, at eventuelle fortrolighedsaftaler ikke begrænser udsteders opfyldelse af oplysningsforpligtelserne. Det er således ikke muligt at aftale med en modpart, at en aftale som helhed eller visse elementer i en aftale ikke må offentliggøres, hvis disse oplysninger er nødvendige for at udsteder kan offentliggøre intern viden på en korrekt og fyldestgørende måde.

¹ Europaparlamentets og Rådets forordning nr. 2014/596 om markedsmisbrug (markedsmisbrugsforordningen), artikel 17

Hvad er intern viden?

Intern viden er defineret i artikel 7 i markedsmisbrugsforordningen. Definitionen indeholder fire kriterier, der alle skal være opfyldt for at der er tale om intern viden. De fire kriterier er:

1. Specifik viden
2. Ikke-offentliggjort viden
3. Viden der direkte eller indirekte vedrører udsteder eller udsteders finansielle instrumenter
4. Viden som, hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter eller heraf afledte instrumenter.

Viden er *specifik*, når der er tale om oplysninger, der angiver en række forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en hændelse, som er indtrådt eller som med rimelighed kan forventes at indtræde.² Det kan være en vanskelig afgrænsning at vurdere, hvornår oplysninger er *specifikke*.

EU-Domstolen har i en afgørelse³ fortolket kriteriet, sådan at en oplysning er *specifik*, når der er en reel mulighed for, at forholdet eller begivenheden indtræder. Hvis det er usandsynligt at forholdet eller begivenheden indtræder er der ikke tale om specifikke oplysninger. Modsat kan der ikke stilles krav om en overvejende sandsynlighed for at forholdet eller begivenheden indtræder, for at der er tale om specifikke oplysninger. Kravet skal heller ikke forstås således, at der kan stilles lavere krav til graden af sandsynlighed for forholdet eller begivenhedens indtræden, jo større de mulige konsekvenser af oplysningerne kan være.

Der er heller ikke krav om, at man kan sige om oplysningerne vil påvirke kursen i en bestemt retning for at oplysningerne kan betragtes som *specifikke*.⁴

Kravet om *mærkbarhed* skal forstås således, at der skal være tale om viden, som en fornuftig investor ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.⁵

Typetilfælde

Hvad der udgør intern viden er altid en konkret vurdering og varierer fra udsteder til udsteder. Den følgende liste er ikke udtømmende, men er forhold, som kan udgøre intern viden:

- Ordre (på grund af ordrens størrelse, eller fordi der er tale om et nyt marked eller produkt)
- Investeringsbeslutninger
- Samarbejdsaftaler og joint ventures
- Virksomhedshandler
- Økonomiske vanskeligheder
- Kundetab
- Forskningsresultater
- (De enkelte skridt i) Ansøgninger om myndighedsgodkendelser eller patenter
- Beslutninger fra offentlige myndigheder

² Artikel 7, stk. 2, i MAR

³ EU-Domstolens afgørelse i sag nr. C-19/11 (Geltl mod Daimler AG)

⁴ EU-Domstolens afgørelse i sag nr. C-628/13 (Lafonta mod AMF)

⁵ Artikel 7, stk. 4, i MAR

- Aftaler mellem en udsteder og en prisstiller om likviditetsstøtte eller market making
- En revisionspåtegning med forbehold eller andre modifikationer
- Ændringer i forventningerne til de økonomiske resultater⁶
- Ledelsesændringer (der er en formodning om at ændring af et selskabs CEO, udgør intern viden)
- Væsentlige ændringer i udsteders aktiviteter

Børsen forventer, at udstedere grundigt og løbende overvejer og kortlægger, hvilke typer information der kan komme til at udgøre intern viden på selskabet. Samtidig bør udstedere med udgangspunkt i egen virksomhed overveje, hvornår i de sædvanlige forløb og processer selskabet gennemgår intern viden sædvanligvis opstår.

Hvad skal en selskabsmeddelelse indeholde?

Det er væsentligt for markedets funktion, at de oplysninger udsteder offentliggør er relevante og forståelige. Det har Finanstilsynet beskrevet i et nyhedsbrev.⁷

Børsen forventer, at selskabsmeddelelser indeholder en sigende overskrift, der fortæller modtageren, hvilken oplysning i meddelelsen, der er den væsentligste. En meddelelse om en myndighedsgodkendelse kan fx have en overskrift, der lyder "Godkendelse fra X myndighed", hvor en overskrift, der fx alene indeholder et produktnavn er for upræcis. På samme måde kan overskriften være misvisende eller vildledende, hvis overskriften beskriver en mindre relevant oplysning, end den som meddelelsen primært handler om. Det kan eksempelvis være tilfældet, hvor der foretages en stor nedjustering og i den forbindelse har selskabet været nødt til at ændre sin strategi. I den forbindelse vil det være misvisende, hvis overskriften på meddelelsen er fx "Ny strategi giver nye muligheder på det danske marked".

En præcis og sigende overskrift

Relevant baggrundsinformation
Her kan der f.eks. være en beskrivelse af de foregående skridt, hvis der er tale om en igangværende proces eller en henvisning til tidligere offentliggjorte meddelelser.

Det vigtigste først!
De vigtigste oplysninger i meddelelsen bør fremgå øverst. Beskriv de mest relevante oplysninger for pågældende oplysning (fx navn på modpart, værdi, betydning for selskabet) og skriv hvorfor oplysningen udgør intern viden.

Andre forhold
Hvis en meddelelse indeholder oplysninger om flere forskellige forhold, så beskriv, hvilken værdi de forskellige oplysninger skal tillægges og hvordan det påvirker selskabet.

Derudover er det væsentligt, at modtageren af meddelelsen hjælpes til at forstå, hvilke detaljer der er vigtige. Hvis der fx er indgået aftale om salg af et produkt, som har en begrænset kontraktsum, men som er væsentlig fordi den repræsenterer adgang til et nyt marked, så er det den væsentligste oplysning. Hvis der alene oplyses om kontraktsummen, kan det være utilstrækkeligt. Når man udarbejder meddelelsen kan man med fordel spørge sig selv "Hvorfor er dette intern viden?" og så beskrive svaret i meddelelsen.

Navnet på en aftalepart er typisk relevant for modtagerens forståelse af væsentligheden af oplysningerne, men væsentligheden kan være forskellig alt afhængigt af, om der er tale om en ordre, en joint venture eller en virksomhedshandel. I de to sidstnævnte tilfælde er det vanskeligt at beskrive forholdet fyldestgø-

⁶ Se Finanstilsynets vejledning nr. 9973 af 9/10/2017: "Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?"

⁷ Finanstilsynets nyhedsbrev for kapitalmarkedsområdet, oktober 2019.

rende uden at angive aftalepartens navn. Der kan dog undtagelsesvis være tilfælde, hvor forholdet er beskrevet tilstrækkeligt, selvom en aftaleparts navn ikke er nævnt.

HVORNÅR skal man offentliggøre?

Intern viden, der direkte vedrører udsteder, skal offentliggøres så hurtigt som muligt.⁸

Der er ingen faste rammer for, hvornår offentliggørelse er sket hurtigst muligt. Det afhænger af den konkrete situation og hvor meget udsteder har haft mulighed for at forberede offentliggørelsen af meddelelsen. Børsen lægger stor vægt på, at udsteder i sine interne procedurer har klare beskrivelser af, hvordan denne forberedelse udføres og har udarbejdet skabeloner m.v. der kan forkorte den tid, det tager at færdiggøre en meddelelse. Udsteder skal også sørge for, at der er en vis fremdrift i fx interne godkendelsesprocedurer som fører frem mod offentliggørelse af intern viden.

Udsteder har under opfyldelse af visse betingelser⁹ mulighed for at udsætte offentliggørelsen af den interne viden. Eventuelle overtrædelser af reglerne om udsættelse af offentliggørelse af intern viden hører under Finanstilsynets kompetence.

HVORDAN skal man offentliggøre?

Hvor skal intern viden offentliggøres?

Offentliggørelse skal ske på en måde som muliggør hurtig adgang til og en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden i offentligheden.⁸ Typisk vil offentliggørelse via en distributions-serviceleverandør sikre offentliggørelse og indberetning de påkrævede steder.

Distribution af oplysningerne i nyhedsbreve, via e-mailabonnementer m.v. er altid sekundær i forhold til offentliggørelse til markedet, markedspladsen og myndighederne.

Meddelelseskategorier

De forskellige meddelellestyper adskiller oplysninger, der offentliggøres til at opfylde en lovgivningsmæssig forpligtelse eller en forpligtelse efter børsens regler (selskabsmeddelelser), fra "frivilligt" offentliggjorte oplysninger i pressemeddelelser og investornyheder.

Når en selskabsmeddelelse skal offentliggøres er det væsentligt at vælge den korrekte meddelellestype og -kategori. Når en meddelelse indeholder intern viden er det altid denne kategori, der skal anvendes også selvom oplysningerne også kan henføres til en anden oplysningsforpligtelse i lovgivningen eller børsens regler. Det er et lovgivningsmæssigt krav og er afgørende for, at modtageren af meddelelsen kan vurdere oplysningernes væsentlighed. Udsteder kan også vælge at angive, at der er tale om intern viden direkte i teksten i meddelelsen.

Kategorien "andre oplysningsforpligtelser efter børsens regler" skal ikke anvendes til offentliggørelse af intern viden.

⁸ Artikel 17, stk. 1, i MAR, jf. punkt 3.1.1 i børsens regler.

⁹ Artikel 17, stk. 4, i MAR samt Kommissionens gennemførelsesforordning 2016/1055 af 29. juni 2016. Dertil kommer de retningslinjer, der er udstedt af ESMA (2016/1478) på <https://www.esma.europa.eu/document/mar-guidelines-delay-in-disclosure-inside-information>

Efter offentliggørelse

Når en meddelelse er offentliggjort, forventer børsen, at udsteder kontrollerer om meddelelsen er nået frem til medierne, om meddelelsen fremgår af børsens hjemmeside og, hvis relevant, i Finanstilsynets database for selskabsmeddelelser (OASM). Derudover forventer børsen at udsteder kontrollerer om meddelelsen er tilgængelig på selskabets egen hjemmeside.

Børsen forventer også, at udsteder kontrollerer om meddelelsen ser korrekt ud og at eventuelle vedhæftninger kan åbnes og vises korrekt.

Denne kontrol bør udføres så hurtigt som muligt efter meddelelsen er distribueret, så udsteder inden for kort tid opdager og korrigerer eventuelle fejl. Børsen forventer, at udsteder i tilfælde af fejl reagerer inden for et kort tidsrum.

Tekniske problemer

I tilfælde af tekniske problemer hos udsteder selv eller hos distributionsserviceleverandøren skal udsteder sørge for at en alternativ distributionsmetode kan iværksættes så hurtigt som muligt. Samtidig, eller om muligt på forhånd, bør selskabet kontakte Nasdaq Surveillance telefonisk på telefonnummer 33 93 33 66, så Surveillance kan vurdere om markedsovervågningen skal intensiveres eller handlen suspenderes indtil meddelelsen er korrekt distribueret.

Den alternative distributionsmetode kan eksempelvis være afsendelse af e-mails til en række nyhedsmedier og manuel indsendelse af meddelelsen til surveillancedk@nasdaq.com.

Børsen opfordrer selskaber til at anmode deres distributionsserviceleverandører om at informere om planlagte nedetider og uventet opståede tekniske problemer. På den måde, kan selskabet hurtigere iværksætte sin nødprocedure, hvis det er nødvendigt.

Bilag 1 – Ikke-udtømmende liste over relevant information i selskabsmeddelelser

<p>Ordre</p> <ul style="list-style-type: none"> • Årsag til væsentlighed (marked/værdi) • Produkt • Tidshorisont • Konsekvenser (fx i forhold til udmeldte forventninger) 	<p>Investeringsbeslutninger</p> <ul style="list-style-type: none"> • Årsag • Formål • Værdi • Tidshorisont • Aftalepart 	<p>Samarbejdsaftaler og joint ventures</p> <ul style="list-style-type: none"> • Årsager • Formål • Planer og forventninger • Aftalepart 	<p>Virksomhedshandler</p> <ul style="list-style-type: none"> • Købspris • Betalingsform • Beskrivelse af det købte/solgte • Konsekvenser • Tidshorisont • Vilkår og betingelser 	<p>Økonomiske vanskeligheder</p> <ul style="list-style-type: none"> • Årsag • Evt. kreditor • Løsningsmuligheder • Tidshorisont • Konsekvenser ved manglende løsninger
<p>Kundetab</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aftalepart • Produkt • Tidshorisont • Konsekvenser 	<p>Forskningsresultater</p> <ul style="list-style-type: none"> • Produkt • Status • Tidshorisont • Konsekvenser 	<p>Myndighedsgodkendelser eller patenter</p> <ul style="list-style-type: none"> • Produkt • Status • Tidshorisont • Konsekvenser 	<p>Beslutninger fra offentlige myndigheder</p> <ul style="list-style-type: none"> • Produkt • Status • Tidshorisont • Konsekvenser 	<p>Aftaler om likviditetsstøtte</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aftalepart • Væsentligste vilkår • Tidshorisont
<p>Revisionspåtegning med forbehold</p> <ul style="list-style-type: none"> • Årsag • Beskrivelse • Konsekvenser • Imødegående foranstaltninger 	<p>Ændringer i forventninger</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ændring • Årsag • Reference til tidligere udmeldte forventninger • OBS: FT vejledning 	<p>Ledelsesændringer</p> <ul style="list-style-type: none"> • Navn • Stilling • Tidshorisont • Evt. relevant information om erhvervs erfaring m.v. 		