

16. august 2023

The Financial Supervisory Authority has published a new guide on public disclosure of inside information about management changesSummary in English:

The Financial Supervisory Authority has published a guide regarding the obligation for issuers to disclose management changes as inside information to the public pursuant to the Market Abuse Regulation. The guide seeks to explain, which management changes are inside information, and when disclosure may be delayed.

--oOo--

VEJLEDNING OM OFFENTLIGGØRELSE AF INTERN VIDEN OM LEDELSESÆNDRINGER

Finanstilsynet har den 3. maj 2023 offentliggjort en vejledning,¹ der skal skabe klarhed over, om en ledelsesændring udgør intern viden, hvornår den interne viden opstår, muligheden for at udsætte offentliggørelsen af den interne viden samt hvordan offentliggørelse skal ske. Baggrunden for vejledningen er, at Finanstilsynet i forbindelse med sin markedsovervågning har erfaret, at der blandt udstedere kan være usikkerhed om, hvordan ledelsesændringer skal håndteres. Formålet er altså at hjælpe udstedere med at overholde de oplysningsforpligtelser, der følger af markedsmissbrugsforordningen.² Dette nyhedsbrev søger at give en bred introduktion til de områder, vejledningen berører.

Om oplysningsforpligtelsen vedrørende intern viden

Vejledningen er målrettet de udstederselskaber, som har finansielle instrumenter optaget til handel på et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet (MHF) eller en organiseret handelsfacilitet (OHF). Disse finansielle instrumenter falder ind under markedsmissbrugsforordningens anvendelsesområde efter henholdsvis artikel 2, stk. 1, litra a, b eller c. De nærmere metoder til offentliggørelsen er for alle udstedere fastlagt i Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/1055.³

Intern viden skal offentliggøres i medfør af forpligtelsen efter artikel 17. Dette indebærer efter stk. 1, at den interne viden hurtigst muligt bliver offentliggjort på en måde, der sikrer hurtig adgang til og en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af denne viden i offentligheden og, hvis det finansielle instrument er optaget til handel på et reguleret marked, Finanstilsynets database for selskabsmeddelelser.⁴

¹ Vejledning nr. 9365 af 3. maj 2023.

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug.

³ Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/1055 af 29. juni 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår de tekniske metoder til passende offentliggørelse af intern viden og til at udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014.

⁴ Hjemlandet skal sikre, at der er mindst én officielt udpeget mekanisme til central opbevaring af regulerede oplysninger efter artikel 21, stk. 2, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 (transparensdirektivet). I Danmark er Finanstilsynets database for selskabsmeddelelser *Officially Appointed Mechanism* (OAM).

Hvornår en ledelsesændring er intern viden

Ledelsesændringer er ikke defineret i markedsmisbrugsforordningen. Det relevante for, om ændringen skal offentliggøres er, om ændringen udgør intern viden.

Definitionen på intern viden findes i artikel 7, stk. 1, litra a, i markedsmisbrugsforordningen, der indeholder 4 kriterier, som alle skal være opfyldt.

1. *Specifik viden*

Her menes viden om forhold og hændelser, der foreligger eller er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at foreligge eller indtræde. Hertil skal oplysningerne være tilstrækkelig præcise til, at indvirkningen på de finansielle instrumenters kurs kan vurderes.

Ledelsesændringen er altså specifik viden, hvis beslutningen réelt er truffet eller med rimelighed kan forventes at blive truffet, og der samtidig kan konkluderes på dens indvirkning på kursen. Selv hvis ændringen senere viser sig ikke at indtræde, f.eks. fordi bestyrelsen ombestemmer sig, kan beslutningen stadig have udgjort intern viden.

2. *Ikke-offentliggjort viden*

Dette er viden, som ikke tidligere er offentliggjort. I vurderingen indgår også andre omstændigheder, som kan gøre, at ledelsesændringen allerede er kendt i markedet, f.eks. som følge af en kendt aftale.

3. *Viden, der direkte eller indirekte vedrører udsteder eller de finansielle instrumenter*

Ledelsesændringer hos en udsteder opfylder altid dette kriterie, men der er kun pligt til at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører udsteder, det vil sige viden, som udsteder er bekendt med.

Når et ledelsesmedlem, som en direktør, beslutter at opsig sin stilling, er denne viden indirekte, da den ligger uden for udsteders kontrol. Udstederen kan ikke forholde sig til oplysninger, den ikke kender til. Det kræver, at udstederen har eller får kendskab til ledelsesændringen, for at den interne viden bliver direkte.

4. *Viden, der mærkbart ville kunne påvirke kursen*

Dette kriterie indebærer en vurdering af, om oplysningerne mærkbart vil kunne påvirke kursen, hvis de blev offentliggjort. Kursen behøver ikke réelt at blive påvirket mærkbart, bare oplysningerne har været egnede til det.

En ændring i den øverste ledelse vil oftere være egnet til at udgøre intern viden, men ansættelse eller fratrædelse af medarbejdere, der ikke har ledelsesansvar, men som er særlig vigtige for virksomheden, kan også opfylde betingelserne. Dette kan eksempelvis være personer, der i et prospekt er angivet som nøglemedarbejdere.

Der opstilles en række relevante momenter til denne vurdering i vejledningen:

Medlemmets stilling i virksomheden

C O P E N H A G E N L A W

- Om personen er særlig vigtig for virksomheden, herunder længden af personens ansættelse.
- Om virksomheden har tilkendegivet, at medlemmet er tiltænkt en særlig rolle/stilling fremadrettet.
- Virksomhedens størrelse.
- Omstændighederne for ledelsesændringen, hvis de har relevans for kursdannelsen.

Det konkrete forretnings-/ansvarsområde hos udstederen

- Hvilket område medlemmet er ansvarlig for.
- Hvilken påvirkning medlemmet derved har på selskabets fremtidige forretnings- og indtjeningsmuligheder.
- Områdets forholdsmæssige andel af virksomhedens indtjening.
- Områdets indflydelse på virksomhedens samlede forretning eller fremtidige forretningsmuligheder eller vækst.
- Om området er særligt væsentligt for virksomhedens kerneområder.

Til sidst kan det også være relevant, om det er en udsteder af aktier eller obligationer, da kurserne for disse påvirkes af forskellige forhold. En ledelsesændring i et realkreditinstitut vil for eksempel typisk ikke påvirke kursen på realkreditobligationer.

Hvornår den interne viden opstår

Der er i forbindelse med ledelsesændringer tre typiske situationer, som Finanstilsynet vurderer, er specielt relevante og typisk giver anledning til problemer blandt udstederne. Det er, når en person opsiger sin stilling, afskediges eller ansættes.

Listen er ikke udtømmende, men andre former for ledelsesændringer, såsom orlov, inddrages ikke, da disse situationer typisk ikke vil være egnede til mærkbart at påvirke kursen.

Den interne viden opstår, når de fire ovenfor nævnte kriterier er opfyldt. I nogle situationer kan det dog være vanskeligt at vurdere dette tidspunkt, især hvis der er tale om et længere forløb, som fører til en ledelsesændring. I en sådan situation, skal der ske en løbende stillingtagen til, om kriterierne for intern viden er opfyldt. Den interne viden vil typisk opstå, før ændringen formaliseres ved indgåelse af kontrakt eller formel opsigelse, da det allerede på et tidligere tidspunkt må ligge klart, at ændringen vil eller med rimelighed kan forventes at ske.

Ved bestyrelsens foretagelse af sonderinger for at afdække, om der skal skiftes ud i direktionen, vil drøftelser med mulige kandidater i den indledende fase typisk ikke være specifikke nok. Her skal der også løbende vurderes, om drøftelserne bliver så specifikke, at de udgør intern viden.

Mulighed for udsættelse af offentliggørelsen

Intern viden, der direkte vedrører udstederen, skal som udgangspunkt offentliggøres hurtigst muligt. Efter markedsmisbrugsforordningens artikel 17, stk. 4, er der dog mulighed for udsættelse af offentliggørelsen, hvis følgende tre betingelser alle er opfyldt.

1. *Øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade legitime interesser for udsteder*

Dette gælder navnlig, hvor offentliggørelse af forretningsmæssige eller økonomiske forhold vil kunne forhindre et ønsket resultat. Finanstilsynet vurderer for eksempel, at det kan være legitimt at udskyde

offentliggørelsen af ansættelsen af et ledelsesmedlem, hvis forhandlingerne ikke er afsluttet, og offentliggørelsen vil kunne påvirke forhandlingsmulighederne.

Det vil som udgangspunkt ikke være legitimt at udskyde offentliggørelse af en fratrædelse på grund af fratrædelsesforhandlinger. Vilklårene for fratrædelsen er således typisk fastlagt i ansættelseskontrakten, og offentliggørelse af ledelsesændringen vil ikke kunne skade forhandlingerne. Det kan dog være muligt ud fra en konkret vurdering, hvis væsentlige vilkår såsom opsigelsesperiode ikke er reguleret i ansættelseskontrakten, eller hvis bestyrelsen ønsker at fravige et opsigelsesvarsel og indgår i forhandlinger herom.

Det vil heller ikke udgøre en legitim årsag til at udsætte offentliggørelsen af intern viden, at en beslutning om afskedigelse af et direktionsmedlem endnu ikke er formaliseret ved en egentlig bestyrelsesbeslutning. Bestyrelsen bør derfor formalisere beslutningen hurtigst muligt. Hvis bestyrelsen undtagelsesvis, inden afskedigelsesbeslutningen formaliseres, skal foretage en række undersøgelser/drøftelser på baggrund af et beslutningsoplæg fra juridisk afdeling eller en anden del af organisationen, kan det dog alligevel udgøre en legitim årsag til udsættelse af offentliggørelsen af den interne viden.

2. *Udsættelse af offentliggørelsen antages ikke at vildlede offentligheden*

Udsættelse vil være vildledende, bl.a. hvor den interne viden er væsentlig forskellig fra tidligere offentlige meddelelser, eller hvis oplysningerne er i modstrid med markedets forventninger, som bygger på tidligere signaler, udstederen har sendt.

Hvor der af udsteder meddeles eller signaleres, at et ledelsesmedlem ikke vil fratræde sin stilling, men dette alligevel sker kort tid efter, vil offentliggørelse altså ikke kunne udsættes.

3. *Udstederen er i stand til at sikre oplysningernes fortrolighed*

I overensstemmelse med artikel 14, litra c, i markedsmisbrugsforordningen, må der ikke ske uretmæssig videregivelse af intern viden, hvorfor udstederen skal kunne sikre dens utilgængelighed over for uvedkommende. Når den interne viden opstår, skal der i henhold til artikel 18, oprettes og udfyldes en insiderliste over de personer, der får adgang til denne viden.

I tilfælde af lækage er der en handlepligt til at offentliggøre efter artikel 17, stk. 7, da betingelsen om at kunne sikre fortrolighed ikke længere er opfyldt.

Der henvises både til ESMA's retningslinjer⁵ og Finanstilsynets egne vurderinger i vejledningen.

Parallele forløb, hvor der både er en igangværende proces om ansættelse og fratrædelse af ledelsesmedlemmer, er ikke i sig selv en grund til udsættelse. Ansættelsen og fratrædelsen skal ses som to separate forløb, hvor offentliggørelse af intern viden om det ene forløb, ikke kan udsættes af hensyn til det andet. Kun hvis der er en indbyrdes afhængighed mellem beslutningerne om henholdsvis ansættelse og fratrædelse, kan udstederen, såfremt kriterierne er opfyldt, udsætte offentliggørelse og vurdere forløbet i sammenhæng.

⁵ European Securities and Markets Authority (ESMA) har opstillet retningslinjer (MAR-retningslinjerne) om udsættelse af offentliggørelse af intern viden, 20/10/2016, ESMA/2016/1478.

C O P E N H A G E N L A W

Såfremt offentliggørelsen har været udsat, skal Finanstilsynet underrettes herom, når den interne viden offentliggøres, jf. artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen. På Finanstilsynets anmodning, skal der skriftligt redegøres for, hvordan betingelserne for udsættelse var opfyldt.⁶

--oOo--

Du kan læse vejledningen [her](#).

--oOo--

Eventuelle spørgsmål i relation til ovenstående kan rettes til advokat Christoffer Galbo (E: cg@copenhagenlaw.eu, T: +45 26 22 09 77) eller Elias Arnth Kjær (E: eak@copenhagenlaw.eu, T: +45 61 73 88 05).

--oOo--

Nærværende skrivelse er en generel orientering og bør ikke anvendes som grundlag for konkrete dispositioner.

⁶ Det følger af artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen sammenholdt med § 37 i lov om kapitalmarkeder.