

1. juni 2026

Relaxation of the obligation to disclose inside information in protracted processes

Summary in English

The EU Commission's delegated regulation of 8 April 2026 issued pursuant to the Listing Act introduces explicit rules that determine the timing of disclosure of inside information across different categories of protracted processes and hereby provides clarity on the disclosure obligations. In protracted processes, inside information must be disclosed when the final event or circumstances have occurred. In case of information leaks, it must be disclosed immediately. The proposal preserves the general possibility of delaying disclosure under the Market Abuse Regulation subject to fulfilling relevant conditions. The new rules also relax the requirements for insider lists.

The new rules come into force on 5 June 2026.

--oOo--

Lempelse af oplysningspligten for intern viden i langstrakte processer

EU-Parlamentet og Rådet vedtog den 23. oktober 2024 forordning (EU) 2024/2809¹ ("Listing Act"). Listing Act ændrer bl.a. en række bestemmelser i markedsmisbrugsforordningen² ("MAR"), herunder udsteders forpligtelse til at offentliggøre intern viden til markedet. Listing Acts ændringer til MAR træder i kraft den 5. juni 2026.

Listing Acts formål er at gøre offentlige kapitalmarkeder mere attraktive for særligt små- og mellemstore selskaber ved at mindske de administrative byrder, der er forbundet med at blive eller være optaget til handel. European Securities and Markets Authority ("ESMA") offentliggjorde den 7. maj 2025 teknisk rådgivning³ om MAR som led i implementeringen af Listing Act.

Listing Act indebærer bl.a., at udstedere af finansielle instrumenter på offentlige kapitalmarkeder fremover vil være underlagt mere klare regler for, hvornår intern viden i langstrakte processer skal offentliggøres.

Intern viden ved enkeltstående hændelser og i langstrakte processer

¹ [Forordning \(EU\) 2024/2809 af 23. oktober 2024](#) med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder.

² [Forordning \(EU\) nr. 596/2014 af 16. april](#) om markedsmisbrug.

³ ESMA: [ESMA74-1103241886-1086 Final Report on the Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM](#) (2025). Technical advice concerning MAR.

COPENHAGEN LAW

Intern viden-begrebet i MAR forbliver uændret.⁴ Listing Act indebærer, at oplysninger kan udgøre intern viden, uden at oplysningspligten samtidig indtræder. Forbuddet mod misbrug af intern viden indtræder straks ved oplysningens karakter af intern viden, mens oplysningspligten i visse tilfælde først indtræder på et væsentligt senere tidspunkt. Listing Act indebærer i vidt omfang en tilbagevenden til retstilstanden efter værdipapirhandelsloven og før *Geltl mod Daimler-afgørelsen*.⁵

I Listing Act sondres mellem enkeltstående hændelser og langstrakte processer. Enkeltstående hændelser er defineret som *“en engangsbegivenhed eller et sæt af omstændigheder, navnlig når denne begivenhed eller det sæt af omstændigheder ikke afhænger af udsteder”*.⁶

Enkeltstående hændelser består ikke af flere faser og opstår ofte som følge af eksterne forhold, der kan have en væsentlig indflydelse på udsteders økonomiske stilling eller fremtidige udvikling. Når udsteder er blevet bekendt med begivenheden, skal oplysningerne offentliggøres hurtigst muligt.⁷

ESMA definerer langstrakte processer som *“en række af adskillige handlinger eller trin spredt over tid, som skal udføres for at opnå et tilsigtet mål eller resultat”*.⁸

Langstrakte processer består af flere mellemliggende trin, der kan udgøre intern viden. Udsteder har hidtil ved hvert mellemliggende trin måttet vurdere, om der forelå intern viden. Det har i nogle tilfælde ført til, at udsteder har offentliggjort foreløbige eller usikre oplysninger for at undgå risikoen for brud på oplysningspligten.

Mellemliggende trin i langstrakte processer kan fortsat udgøre intern viden. Forbuddet mod misbrug af intern viden og pligten til at føre insiderlister finder derfor fortsat anvendelse under langstrakte processer, jf. MAR art. 14 og 18.

Offentliggørelse af intern viden i langstrakte processer

Intern viden i langstrakte processer skal offentliggøres hurtigst muligt efter, at de *endelige* omstændigheder foreligger, eller den *endelige* hændelse er indtrådt, jf. MAR art. 17, stk. 1, sidste pkt.⁹ Udsættelsesadgangen efter MAR art. 17, stk. 4, skal ikke anvendes i langstrakte processer.

⁴ Se Finanstilsynets vejledning af 9. oktober 2024 om definitionen af intern viden: "[Intern viden](#)".

⁵ EU-Domstolens dom i [C-19/11 \(Geltl v. Daimler\)](#) statuerede, at mellemliggende trin i langstrakte processer kan udgøre intern viden.

⁶ Listing Acts præambelbetragtning 67, sidste pkt.

⁷ Udsteders forpligtelse til at offentliggøre intern viden 'hurtigst muligt' skal overordnet forstås således, at offentliggørelse skal ske efter, at udsteder har haft mulighed for at undersøge oplysningerne og udarbejde en retvisende selskabsmeddelelse.

⁸ ESMA: Technical advice concerning MAR (2025), s. 14, pkt. 45-48.

⁹ Listing Act art. 2, stk. 6, litra a.

COPENHAGEN LAW

ESMA har identificeret tre generelle kategorier af langstrakte processer og opstillet relevante offentliggørelsestidspunkter. De tre kategorier er (i) udsteder som enestående aktør, (ii) udsteder og en privat tredjepart, og (iii) udsteder og en offentlig myndighed. EU-Kommissionen har i overensstemmelse hermed vedtaget en ikke-udtømmende liste over endelige hændelser i langstrakte processer.¹⁰

Såfremt fortroligheden af intern viden i langstrakte processer ikke længere kan opretholdes, skal udsteder straks offentliggøre intern viden, der er genstand for lækage, jf. MAR art. 17, stk. 7. Finanstilsynet anbefaler derfor, at udstedere iværksætter et lækageberedskab.¹¹

Såfremt generalforsamlingen skal træffe beslutning om forhold, der udgør intern viden, vil indkaldelsen med dagsordenen i praksis indebære, at oplysningerne på dagsordenen anses for offentliggjort. Offentliggørelse af intern viden kan i sådanne tilfælde ikke afvente generalforsamlingens endelige beslutning. Intern viden skal derfor offentliggøres, når det kompetente ledelsesorgan har besluttet, at forholdet vil blive præsenteret for generalforsamlingen.¹² Meddelelsen skal tydeliggøre, at den endelige beslutning træffes af generalforsamlingen.

Udsteder som enestående aktør

Disse typer af langstrakte processer er kendetegnet ved, at udsteders kompetente ledelsesorgans endelige beslutning vil udgøre en tilstrækkelig grad af sikkerhed for resultatet. Eksempler på dette omfatter ledelsesændringer, finansielle rapporter,¹³ kapitalforhøjelser og -nedsættelser, aktietilbagekøbsprogrammer mv. Oplysningspligten indtræder ved ledelsens beslutning.

Udsteder og en privat tredjepart

Resultatet af processer mellem udsteder og en privat tredjepart afhænger af både udsteders og tredjepartens beslutninger. Sådanne processer omfatter navnlig virksomhedsoverdragelser og øvrige kontraktforhandlinger. ESMA anfører, at der i praksis først foreligger enighed i aftaler med flere parter, når den endelige aftale er underskrevet. Oplysningspligten indtræder dermed på tidspunktet for underskrivelse, eller hvor en tilsvarende bindende handling er foretaget.

¹⁰ Se [bilag 1](#) til EU-Kommissionens delegerede forordning (EU) af 8. april 2026 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår offentliggørelse af intern viden i langstrakte processer og udsættelse af offentliggørelse C(2026) 2149 final ("Kommissionens delegerede forordning").

¹¹ Se Finanstilsynets vejledning opdateret 2. april 2025: "[Udsættelse af offentliggørelse af intern viden | Finanstilsynet](#)".

¹² ESMA: Technical advice concerning MAR (2025), s. 17, pkt. 71.

¹³ For så vidt angår finansielle rapporter sondres mellem den periodiske og den løbende oplysningspligt. Års- og delårsrapporter skal stadig følge udsteders finanskalender. Enkelte oplysninger i finansielle rapporter kan udgøre intern viden, f.eks. hvis de væsentligt afviger i fra tidligere udmeldte forventninger.

COPENHAGEN LAW

Fusioner indtager en retlig særstilling, da de er underlagt specifikke procedureregler, herunder kravet om, at de bestående selskaber skal oprette og underskrive en fusionsplan, jf. SL¹⁴ § 237. Oplysningspligten indtræder derfor, når fusionsplanen underskrives, eller en anden handling med tilsvarende bindende virkning foretages.¹⁵

Parterne bør sikre koordinering af beslutningsprocesserne med henblik på samtidig offentliggørelse.

Udsteder og en offentlig myndighed

Der sondres mellem to typer af langstrakte processer, hvor den anden part er en offentlig myndighed: (i) processer udløst på udsteders initiativ, f.eks. indsendelse af en ansøgning, og (ii) processer udløst på myndighedens initiativ, f.eks. en administrativ undersøgelse eller en afgørelse.

I langstrakte processer, der udløses på udsteders initiativ, kan selve indsendelsen af en ansøgning m.v. udgøre intern viden. Udsteder skal derfor offentliggøre oplysningerne hurtigst muligt, men kan vælge at anvende den udsættelsesadgang, som behandles nedenfor.

Ved processer udløst på myndighedens initiativ indtræder oplysningspligten, når udsteder formelt informeres om den endelige afgørelse, selvom der er mulighed for at appellere afgørelsen.¹⁶ Udkast til afgørelser mv. skal således ikke offentliggøres, da den endelige hændelse ikke er indtrådt.

Udsættelsesadgangen

Udsteder har en generel mulighed for at udskyde offentliggørelsen af intern viden, såfremt a) øjeblikkelig offentliggørelse vil skade udsteders legitime interesser, b) udsættelsen ikke vil vildlede offentligheden, og c) oplysningernes fortrolighed kan sikres, jf. MAR art. 17, stk. 4, litra a-c.¹⁷ Udsættelsesadgangen skal ikke anvendes ved langstrakte processer, jf. MAR art. 17, stk. 4a. Finanstilsynet skal på anmodning modtage en redegørelse for benyttelse af udsættelsesadgangen, jf. KML § 37.

Listing Act ændrer MAR art. 17, stk. 4, litra b, således at udsættelse for offentliggørelse af intern viden ikke må være i strid med udsteders tidligere kommunikation om samme emne.¹⁸ Tidligere kommunikation omfatter bl.a. udsteders tidligere selskabsmeddelelser og offentlige udtalelser fra medlemmer af direktion og bestyrelse.

¹⁴ [Lovbekendtgørelse nr. 331 af 20/03/2025](#) om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven).

¹⁵ Bilag 1 til Kommissionens delegerede forordning, s. 1, nr. A 1.

¹⁶ Bilag 1 til Kommissionens delegerede forordning, s. 3-5, nr. E 16-24.

¹⁷ Se Finanstilsynets vejledning af 2. april 2025 om betingelserne for anvendelse af udsættelsesadgangen: "[Udsættelse af offentliggørelse af intern viden](#)".

¹⁸ Listing Act's art. 2, stk. 6, litra f.

COPENHAGEN LAW

Lempelse af kravene til føring af insiderlister

Insiderlister er et redskab, der skaber overblik over personer med adgang til intern viden og bidrager til et effektivt tilsyn fra Finanstilsynet. Udsteder er forpligtet til at føre og opbevare elektroniske insiderlister med personer, der har adgang til intern viden, jf. MAR art. 18, stk. 1, litra a.

Insiderlister skal som minimum indeholde a) identiteten på enhver person, der har adgang til intern viden, b) begrundelsen for registrering på insiderlisten, c) dato og tidspunkt for, hvornår den pågældende fik adgang til intern viden, og d) datoen for udarbejdelsen af insiderlisten, jf. MAR art. 18, stk. 3, litra a-d. De konkrete krav til insiderlisternes format fastsættes i gennemførelsesforordning (EU) 2022/1210.¹⁹

Listing Act lemper reglerne for førelse af insiderlister således, at antallet af insider-skabeloner reduceres fra fem til tre: en permanent liste og begivenhedsbaseret liste, som anvendes på et reguleret marked, og en forenklet liste over personer med regelmæssig adgang til intern viden, som anvendes på SMV-vækstmarkeder. Samtidig reduceres kravene til personoplysninger, idet personlige telefonnumre og fulde hjemmeadresser udgår. Identifikation i Danmark skal fremover ske via CPR-nummer. Medlemsstaterne kan kræve, at udstedere på SMV-vækstmarkeder skal føre fulde insiderlister efter MAR art. 18, stk. 1, litra a.

Eksterne rådgivere eller tredjeparter, som bistår udsteder og dermed har adgang til intern viden, skal også registreres på insiderlisten med angivelse af én kontaktperson og forventes selv at føre og vedligeholde egne insiderlister.

--oOo--

Eventuelle spørgsmål i relation til ovenstående kan rettes til advokat Christoffer Galbo (E: cg@copenhagenlaw.eu, T: +45 26 22 09 77), advokatfuldmægtig Viktor Kjær (E: vkj@copenhagenlaw.eu, T: +45 21 31 19 43) eller stud.jur. Andreas Rørbeck (E: aar@copenhagenlaw.eu, T: +45 41 16 25 43).

--oOo--

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

¹⁹ Kommissionens [gennemførelsesforordning \(EU\) 2022/1210 af 13. juli 2022](#) om tekniske standarder for så vidt angår formatet for insiderlister og ajourføringen.