

NOTAT

[Format: Vejledning]

Udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

Når en ledelsesændring i et udstederselskab optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet (MHF) udgør intern viden, skal udsteder offentliggøre ændringen i overensstemmelse med reglerne i markedsmisbrugsforordningen. Læs her, hvornår Finanstilsynet vurderer, at en ledelsesændring udgør intern viden, og hvornår og hvordan udstederen skal offentliggøre den interne viden.

1. Indledning

Finanstilsynet fokuserer i sin løbende markedsovervågning på, om udstedere overholder de oplysningsforpligtelser, der følger af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (markedsmisbrugsforordningen). Finanstilsynet har i den forbindelse erfaret, at der blandt udstedere kan være usikkerhed om, hvordan de bør håndtere ledelsesændringer for at opfylde deres oplysningsforpligtelser. Det skyldes særligt, at der i forbindelse med ledelsesændringer ofte kan opstå intern viden inden formaliseringen af ledelsesændringen.

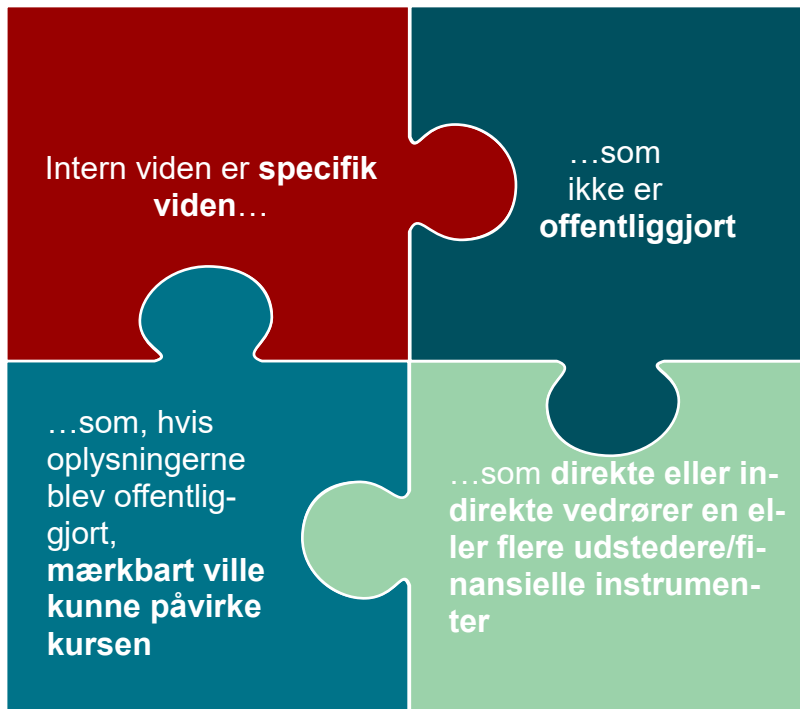
En udsteder er som udgangspunkt forpligtet til hurtigst muligt at offentliggøre en ledelsesændring, hvis den udgør intern viden, der direkte vedrører udstederen. Det fremgår af artikel 17, stk. 1, i markedsmisbrugsforordningen. Udstederen kan dog også i nogle tilfælde udsætte offentliggørelsen, jf. artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen. Det er derfor vigtigt, at udstedere er opmærksomme på og løbende vurderer, hvornår der i forbindelse med en ledelsesændring opstår viden, som kan udgøre intern viden, der direkte vedrører udstederen.

På det tidspunkt, hvor den interne viden opstår, indtræder også pligten til at oprette en insiderliste og et forbud mod at foretage insiderhandel og uretmæssigt at videregive intern viden.

Denne vejledning indeholder en række generelle, tænkte eksempler på ledelsesændringer. Hvert eksempel er fulgt af Finanstilsynets umiddelbare vurdering af eksemplet ud fra reglerne om intern viden og offentliggørelsen heraf. I konkrete tilfælde vil en række andre forhold end de nævnte kunne have indflydelse på vurderingen.

2. Er en ledelsesændring intern viden?

Intern viden er defineret i artikel 7, stk. 1, litra a, i markedsmisbrugsforordningen. Definitionen består af fire kriterier, som alle skal være opfyldt, for at der er tale om intern viden. Udstederen bør vurdere, om oplysningen om ledelsesændringen opfylder hvert enkelt kriterie.



1. *Specifik viden*

Udstederen bør vurdere, om beslutningen om ledelsesændringen reelt er truffet, eller om det med rimelighed må forventes, at den vil blive truffet. Ledelsesændringen vil i så fald være specifik viden, hvis der samtidig kan drages en konklusion om ledelsesændringens indvirkning på kursen. Det følger af artikel 7, stk. 2, i markedsmisbrugsforordningen.

2. *Ikke-offentliggjort viden*

Udstederen bør vurdere, om ledelsesændringen er viden, der ikke tidligere er offentliggjort. Det kan i den forbindelse inddrages, om omstændighederne for en eventuel fratrædelse medfører, at fratrædelsen allerede er kendt i markedet, f.eks. grundet kendte aftaler om alderspensionering.

3. *Viden, der vedrører udsteder, de finansielle instrumenter eller markedsforhold vedrørende disse*

En ledelsesændring hos en udsteder vil altid opfylde dette kriterie. Udsteder bør dog være opmærksom på, om der er tale om direkte eller indirekte viden. Eksempelvis vil intern viden om en direktørs opsigelse i første omgang være indirekte, da begivenheden ligger udenfor udstederens kontrol. Den interne viden bliver først direkte i det øjeblik, virksomheden får kendskab til opsigelsen. Kun ved intern viden, der direkte vedrører udsteder, følger en forpligtelse til at offentliggøre den interne viden.

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

Udsteder bør endelig vurdere, om oplysningerne om ledelsesændringen mærkbart ville kunne påvirke kursen, hvis oplysningerne blev offentliggjort. Denne vurdering bør bl.a. bero på ledelsesmedlemmets stilling, om personen er særligt vigtig for virksomheden, herunder hvor længe personen har været ansat, og om virksomheden har tilkendegivet, at ledelsesmedlemmet er tiltænkt en særlig rolle/stilling fremadrettet. Det kan også være relevant at inddrage virksomhedens størrelse og i særlige tilfælde omstændighederne for ledelsesændringen, hvis det vurderes, at omstændighederne har relevans for kursdannelsen.

I vurderingen af om en ledelsesændring inden for et konkret forretnings-/ansvarsområde hos udsteder mærkbart ville kunne påvirke kursen, kan det inddrages, hvilket forretnings-/ansvarsområde det pågældende ledelsesmedlem er ansvarlig for, og hvilken påvirkning ledelsesmedlemmet derved har på selskabets fremtidige forretnings- og indtjeningsmuligheder. Denne vurdering kan bl.a. inddrage forretnings-/ansvarsområdets forholdsmæssige andel af virksomhedens indtjening, indflydelse på virksomhedens samlede forretning eller fremtidige forretningsmuligheder eller vækst, eller om forretnings-/ansvarsområdet er særligt væsentligt for virksomhedens kerneområder.

Det er også relevant at inddrage, om der er tale om en udsteder af aktier eller obligationer, fordi kurserne på disse finansielle instrumenter bliver påvirket af forskellige forhold.

Oplysninger kan udgøre intern viden, selvom de forhold eller begivenheder, som oplysningerne vedrører, senere viser sig ikke at komme til at foreligge eller at indtræde. En beslutning om afskedigelse af et ledelsesmedlem, der aldrig bliver en realitet, f.eks. fordi bestyrelsen ombestemmer sig, kan derfor også have udgjort intern viden.

En ledelsesændring udgør ikke automatisk intern viden. Det vil altid bero på en konkret vurdering, om det er tilfældet.

Eksempler på ledelsesmedlemmer, hvor tiltrædelser og fratrædelser som udgangspunkt vil udgøre intern viden

Eksempel 2.1

- *En administrerende direktør*
- *En bestyrelsesformand*

Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet vurderer, at ændringer i den øverste ledelse i en virksomhed, herunder særligt virksomhedens administrerende direktør og bestyrelsesformand, som udgangspunkt altid vil opfylde kriterierne for at udgøre intern viden. En endelig vurdering vil bero på den pågældendes betydning for virksomheden, hvad udsteder i forvejen har meldt ud til markedet og andre relevante omstændigheder. Der er tale om oplysninger, som en fornuftig investor almindeligvis vil lægge vægt på i sin vurdering af virksomheden. Oplysningerne må derfor antages at være egnede til at påvirke kursen.

Eksempler på ledelsesændringer, som sandsynligvis ikke vil udgøre intern viden

Eksempel 2.2

Der foretages en rokade i en bestyrelse. Bestyrelsesformanden overgår til at blive menigt medlem, og et menigt medlem bliver ny formand. Der bliver ikke skiftet ud i bestyrelsen. Rokaden i bestyrelsen sker ikke som følge af særlige omstændigheder, f.eks. et skifte i strategi.

Finanstilsynets vurdering

Da der ikke bliver udskiftet medlemmer i bestyrelsen, og da alle medlemmer af bestyrelsen fortsætter, vurderer Finanstilsynet, at en sådan rokade i sig selv som udgangspunkt ikke vil være egnet til at påvirke kursen, hvorfor rokaden ikke udgør intern viden. Eventuelle særlige omstændigheder for rokaden kan medføre, at rokaden alligevel vil udgøre intern viden.

Eksempel 2.3

En bestyrelse mangler et menigt bestyrelsesmedlem. Bestyrelsesformanden har derfor været i kontakt med en mulig kandidat til den ledige post. Kandidaten har tilkendegivet at ville opstille, og bestyrelsen har derfor besluttet at indstille vedkommende til nyt medlem. Bestyrelsen består af en formand, en næstformand og flere menige bestyrelsesmedlemmer, hvoraf ét menigt bestyrelsesmedlem mangler.

Finanstilsynets vurdering

Udpegelsen af et nyt menigt bestyrelsesmedlem vil typisk ikke være egnet til mærkbart at påvirke kursen. Det vil derfor ikke i denne situation udgøre intern viden, at bestyrelsen har valgt at indstille en kandidat til menigt medlem af bestyrelsen.

3. Hvornår opstår intern viden?

Tre typiske situationer er relevante at betragte ved ledelsesændringer. Det er situationer, hvor ændringerne omfatter en person, som enten

- opsiges sin stilling,
- afskediges af bestyrelsen, eller
- ansættes.

Ledelsesændringen kan være resultatet af et længere forløb. Bestyrelsen kan eksempelvis over en periode formelt eller uformelt have drøftet en mulig afskedigelse af direktøren i virksomheden. Eller en direktør har orienteret bestyrelsen eller bestyrelsesformanden om, at vedkommende har til hensigt at opsiges sin stilling. I disse situationer bør udsteder løbende tage stilling til, om der er tale om intern viden. Den interne viden vil i et længere forløb typisk opstå, før ansættelsen eller fratrædelsen formaliseres ved indgåelse af en kontrakt eller ved en formel opsigelse.

Det sker også, at bestyrelsen i en virksomhed foretager sonderinger for at afdække, om den skal skifte ud i direktionen. Bestyrelsen indleder ofte processen med at undersøge internt såvel som eksternt, om der er egnede kandidater. I den indledende fase af en sondering vil drøftelser med mulige kandidater typisk ikke være tilstrækkeligt specifikke til at kunne udgøre intern viden. Bestyrelsen bør dog løbende være opmærksom på, om drøftelserne bliver så specifikke, at der kan være tale om intern viden.

I situationer, hvor det er ledelsesmedlemmet, der opsig sin stilling, er det særligt relevant for udsteder at være opmærksom på,

- hvornår den interne viden opstår, og
- om der er tale om *direkte* intern viden.

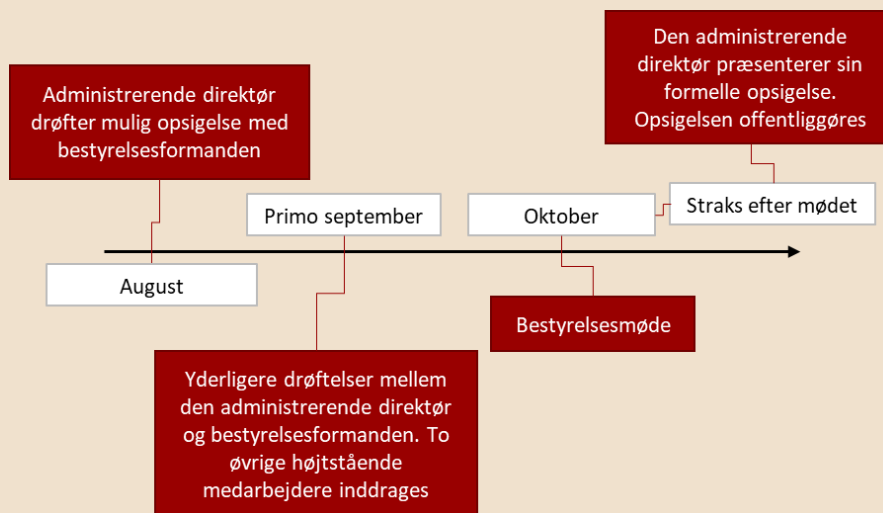
Hvis udsteder vurderer, at ledelsesmedlemmets opsigelse udgør intern viden, kan den interne viden i dette tilfælde være opstået "udenfor udstederen", fordi det er ledelsesmedlemmet, der har truffet beslutningen. Når virksomheden bliver bekendt med ledelsesmedlemmets beslutning, vil den interne viden sandsynligvis overgå fra at være *indirekte* til at være *direkte*. Dette er særligt relevant, fordi det medfører forpligtelsen til at offentliggøre den interne viden i henhold til artikel 17, stk. 1, i markedsmissbrugsforordningen.

Eksempler på, hvornår intern viden om ledelsesændringer kan være opstået

Eksempel 3.1

En administrerende direktør i en virksomhed ønsker muligvis at fratæde sin stilling. Det har vedkommende i en periode flere gange oplyst virksomhedens bestyrelsesformand. Første gang den administrerende direktør tilkendegav sin hensigt overfor bestyrelsesformanden var i august måned. I starten af september drøftede de to igen den administrerende direktørs mulige fratædelse. I den mellemliggende periode blev yderligere to højtstående medarbejdere inddraget i drøftelserne.

Straks efter et bestyrelsesmøde i oktober måned, hvor den administrerende direktør har oplyst den samlede bestyrelse om sin hensigt om at fratræde, indgiver den administrerende direktør sin formelle opsigelse. På bestyrelsesmødet har bestyrelsen godkendt en fratrædelsesaftale om processen og tidsperspektivet for fratrædelsen.



Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet vurderer, at den administrerende direktørs opsigelse udgør direkte intern viden. Den interne viden er opstået, før den administrerende direktør formelt har præsenteret sin formelle opsigelse for bestyrelsen. Tidspunktet for formaliseringen af opsigelsen, evt. i form af underskrift, er dermed ikke afgørende. Det er heller ikke afgørende, om der er indgået aftale omkring de praktiske omstændigheder for fratrædelsen, fordi opsigelsen i sig selv i dette eksempel udgør intern viden.

I vurderingen af hvornår der i det konkrete tilfælde er opstået intern viden, bør det indgå, at der har været drøftelser om den administrerende direktørs fratrædelse forud for bestyrelsesmødet. Det gælder eksempelvis de drøftelser, der fandt sted i august og september. Her er det særligt relevant, at øvrige medarbejdere blev inddraget. Det kan være en indikation på, at drøftelserne på dette tidspunkt var tilstrækkeligt specifikke til, at det med rimelighed måtte forventes, at den administrerende direktør ville sige op. Den interne viden vil være viden, der direkte vedrører udsteder, fordi den administrerende direktør har inddraget bestyrelsesformanden og på et senere tidspunkt også to øvrige medarbejdere.

Den interne viden vil opstå, når bestyrelsesformanden med rimelighed må forvente at direktøren vil vælge at fratræde sin stilling. I dette eksempel kan den interne viden derfor allerede være opstået i perioden mellem den første samtale mellem den administrerende direktør og bestyrelsesformanden i august og september, hvor de øvrige to medarbejdere blev inddraget.

Eksempel 3.2

En bestyrelse har gennem en periode drøftet en mulig afskedigelse af direktøren. Bestyrelsesformanden indkalder til et ekstraordinært bestyrelsesmøde og sender et oplæg til organisationsændring. Forud for det ekstraordinære bestyrelsesmøde har bestyrelsens medlemmer tilkendegivet at støtte en afskedigelse af direktøren. Bestyrelsen beslutter formelt på det ekstraordinære bestyrelsesmøde at afskedige direktøren.

Finanstilsynets vurdering

I det omfang bestyrelsen realitetsbehandler beslutningen forud for det ekstraordinære bestyrelsesmøde, eller hvis beslutningen er afstemt med bestyrelsens medlemmer på forhånd, kan den interne viden være opstået, før bestyrelsesmødet blev holdt. Dette gælder også, selvom bestyrelsen først formaliserer beslutningen på selve mødet.

I eksemplet vil den interne viden opstå ved drøftelserne, hvor bestyrelsen forud for bestyrelsesmødet tilkendegiver at ville støtte afskedigelsen. På dette tidspunkt må det med rimelighed forventes, at direktøren vil blive afskediget.

Eksempel 3.3

En mindre medicinalvirksomhed har gennem en periode søgt den rette kandidat til stillingen som ledende forsker. Virksomheden har kontaktet en anerkendt forsker om stillingen, og parterne har forhandlet løn og ansættelsesvilkår. Virksomheden og kandidaten er blevet enige og har indgået aftale om ansættelsen.

Finanstilsynets vurdering

Ansættelsen af en medarbejder, der er særligt vigtig for virksomheden og virksomhedens fremtidige forretning, udgør intern viden. I eksemplet vurderer Finanstilsynet, at den interne viden opstår i forhandlingsprocessen mellem virksomheden og den potentielle nye medarbejder. Den interne viden opstår på det tidspunkt, hvor virksomheden vurderer, at det med rimelighed må forventes, at den vil nå til enighed med og dermed ansætte personen. Den interne viden opstår derfor formentlig, før parterne har indgået den endelige aftale og underskrevet en ansættelseskontrakt.

Eksempel 3.4

Bestyrelsesformanden afholder den 1. maj et indledende møde med en mulig kandidat til direktørposten i virksomheden. Formålet med mødet er at vurdere kandidaten, uden at der på dette tidspunkt er konkrete planer om at ansætte vedkommende. I den efterfølgende periode drøfter parterne løbende en mulig ansættelse. På et møde i bestyrelsens nomineringsudvalg den 10. maj får bestyrelsesformanden mandat til at fortsætte forhandlingerne med kandidaten. I forhandlingerne med kandidaten umiddelbart herefter vurderer bestyrelsesformanden (med forbehold for den samlede bestyrelses godkendelse), at det med rimelighed må forventes, at kandidaten vil blive ansat, og den nuværende direktør vil fratræde.

Finanstilsynets vurdering

Bestyrelsesformandens indledende sondering er formentlig ikke så specifik, at der foreligger intern viden. Undervejs i processen bliver parternes dialog mere konkret, og bestyrelsesformanden inddrager bestyrelsens nomineringsudvalg. Idet bestyrelsesformanden har fået mandat fra nominationsudvalget og samtidig vurderer, at det med rimelighed må forventes, at kandidaten vil blive ansat, vurderer Finanstilsynet, at der på dette tidspunkt efter den 10. maj foreligger intern viden.

4. Skal ledelsesændringen offentliggøres hurtigst muligt, eller kan offentliggørelsen udsættes?

Når en udsteder vurderer, at en oplysning udgør intern viden, der direkte vedrører udstederen, skal den interne viden offentliggøres hurtigst muligt. Det følger af artikel 17, stk. 1, i markedsmisbrugsforordningen.

Udsættelse af offentliggørelse

Udsteder har dog mulighed for at udsætte offentliggørelsen af den interne viden under særlige forudsætninger. Det følger af artikel 17, stk. 4. Udsættelsen kan ske, hvis de tre følgende betingelser er opfyldt:



1. Øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade legitime interesser for udsteder

European Securities and Markets Authority (ESMA) har udarbejdet retningslinjer med en vejledende liste over omstændigheder, hvor øjeblikkelig offentliggørelse af intern viden sandsynligvis vil skade udsteders legitime interesser¹. Listen er ikke udtømmende. Fælles for eksemplerne er, at de særligt vedrører udsteders forretningsmæssige eller økonomiske forhold, og at de tænkte scenarier indebærer en risiko for, at en offentliggørelse vil forhindre det ønskede resultat.

¹ MAR-retningslinjer: Udsættelse af offentliggørelsen af intern viden, 20/10/2016, ESMA/2016/1478

Derudover fremgår det af ESMA's retningslinjer, at offentliggørelse af intern viden, der vedrører beslutninger truffet af udsteders ledelsesorgan, der ifølge national lovgivning eller udsteders vedtægter skal godkendes af et andet af udsteders organer, f.eks. udsteders bestyrelse, eller aktionærernes generalforsamling, kan udsættes. Det er dog en forudsætning, at øjeblikkelig offentliggørelse af ledelsens beslutning vil sætte offentlighedens korrekte vurdering af den pågældende viden på spil, f.eks. fordi der er risiko for, at bestyrelsen ikke godkender ledelsens beslutning. Det er derudover en forudsætning, at udsteder sørger for, at bestyrelsens godkendelse sker hurtigst muligt.

Finanstilsynet vurderer, at forhandlinger om en mulig ansættelse af et ledelsesmedlem vil kunne være en legitim årsag til at udsætte offentliggørelsen, idet øjeblikkelig offentliggørelse vil kunne påvirke resultatet af forhandlingerne.

Finanstilsynet vurderer samtidig, at fratrædelsesforhandlinger kun i sjældne tilfælde vil kunne udgøre en legitim udsættelsesårsag. Vilkårene omkring et ledelsesmedlems fratrædelse er som udgangspunkt reguleret af vedkommendes ansættelsesaftale. Det må derfor antages, at eventuelle fratrædelsesforhandlinger kun sjældent vil kunne forbedre udsteders situation under fratrædelsen markant. Øjeblikkelig offentliggørelse vil dermed ikke skade eventuelle fratrædelsesforhandlinger i tilstrækkelig grad til, at dette må betragtes som udsteders legitime interesser.

Endelig vurderer Finanstilsynet, at eksempelvis beslutninger om afskedigelse af et direktionsmedlem, hvor kun bestyrelsen har kompetencen til at træffe beslutningen, som udgangspunkt ikke kan begrunde en udsættelse af offentliggørelsen af den interne viden om afskedigelsen. Det skyldes, at der er tale om en beslutning, hvor bestyrelsen agerer uden væsentlig forankring i organisationen. Bestyrelsen får ikke et beslutningsoplæg fra direktionen, som bestyrelsen eksempelvis skal drøfte med direktionen eller den øvrige organisation. Bestyrelsen skal derfor sørge for at træffe beslutningen om afskedigelsen hurtigst muligt, således at den interne viden kan blive offentliggjort. Hvis det derimod er ledelsesmedlemmet, der overvejer at opsig sin stilling, og ledelsesmedlemmet orienterer udsteder om dette, kan det udgøre en legitim udsættelsesårsag, indtil ledelsesmedlemmet har truffet en endelig beslutning.

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

ESMA's retningslinjer giver også eksempler på en række situationer, hvor udsættelsen af offentliggørelsen af den interne viden sandsynligvis vil vildlede offentligheden. Det kan være, fordi den interne viden er væsentlig forskellig fra, hvad udsteder tidligere har udmeldt eller signaleret. Ved ledelsesændringer kan en udsættelse af offentliggørelsen være vildledende, hvis den forestående ledelsesændring afviger væsentligt fra udsteders tidligere offentliggjorte meddelelser herom. Det kan også være tilfældet, hvis den forestående ledelsesændring er i strid med, hvad markedet forventer, og hvor sådanne forventninger bygger på signaler, som udsteder tidligere har udsendt, f.eks. via interviews.

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

Udstederen skal kunne sikre, at den interne viden ikke bliver tilgængelig for uvedkommende. Det hænger sammen med forbuddet om uretmæssig videregivelse af intern viden i artikel 14, litra c, i markedsmisbrugsforordningen. Udsteder skal bl.a. sikre oplysningernes fortrolighed ved, at de personer, der får adgang til den interne viden, opføres på en insiderliste i henhold til

artikel 18 i markedsmisbrugsforordningen.

En udsteder, der har udsat offentliggørelsen af intern viden, skal løbende vurdere, om betingelserne for udsættelse fortsat er opfyldt. Det hænger sammen med forpligtelsen om, at intern viden som udgangspunkt skal offentliggøres hurtigst muligt. Selvom udstederen i nogle situationer har adgang til at udsætte offentliggørelsen af den interne viden, er udsteder fortsat forpligtet til at sikre fremdrift i forløbet og undgå en unødigt lang udsættelse af offentliggørelsen, f.eks. ved at indkalde til og afholde et ekstraordinært bestyrelsesmøde så hurtigt som muligt. Udsteder er dog ikke forpligtet til at sikre fremdrift i de situationer, hvor beslutningen udelukkende ligger hos ledelsesmedlemmet, der eksempelvis overvejer at opsiges sin stilling.

Ved parallelle forløb

Et parallelt forløb består i, at udsteder har en proces om ansættelse og fratrædelse af ledelsesmedlemmer til den samme stilling i virksomheden, og denne proces foregår parallelt. Det kan eksempelvis være forløb, hvor ledelsen i virksomheden sonderer efter mulige kandidater til en ledelsespost med henblik på, at det nuværende ledelsesmedlem skal afskediges.

Som udgangspunkt bør udsteder behandle de parallelle forløb separat. I hvert forløb (fratrædelsen og ansættelsen) bør udsteder vurdere, om og hvornår der opstår intern viden. Udsteder skal dermed offentliggøre den interne viden for hvert forløb hurtigst muligt, efter den er opstået, medmindre der er mulighed for at udsætte offentliggørelsen.

Finanstilsynet vurderer, at offentliggørelse af den interne viden ikke kan udsættes alene med henvisning til, at der pågår et parallelt forløb om en ansættelse/fratrædelse, da dette i sig selv ikke lever op til kriterierne i artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen.

Kun i situationer, hvor der er en indbyrdes afhængighed mellem beslutningerne om hhv. fratrædelse og ansættelse, kan udsteder have mulighed for at vurdere forløbet om fratrædelse og ansættelse i sammenhæng. Det kan eksempelvis være, hvis bestyrelsen kun træffer beslutning om afskedigelse af et ledelsesmedlem, hvis der først eller samtidigt træffes beslutning om ansættelse af ledelsesmedlemmets efterfølger.

Udsteder kan dermed foretage sonderinger af nye potentielle kandidater, før udsteder endeligt beslutter at ansætte en ny kandidat og afskedige det siddende ledelsesmedlem. I sådanne tilfælde kan udsteder have mulighed for at vurdere forløbet om ansættelse og afskedigelse i sammenhæng, fordi beslutningen om afskedigelse afhænger af beslutningen om ansættelse. Udsættelse af offentliggørelse af den interne viden skal fortsat opfylde kriterierne for udsættelse i artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen.

Eksempler på parallelle forløb og udsættelse af offentliggørelsen af intern viden om ledelsesændringer

Eksempel 4.1 (udbygning af eksempel 3.1)

Den administrerende direktør i en virksomhed har flere gange talt med virksomhedens bestyrelsesformand om, at den administrerende direktør muligvis ønsker at fratræde sin stilling. Den administrerende direktør ønsker dog at sikre et generati-onsskifte, og det er derfor en forudsætning for hans opsigelse, at virksomhedens

bestyrelse har truffet beslutning om ansættelse af hans efterfølger. Han tilkendegiver overfor bestyrelsesformanden, at hvis bestyrelsen ikke har fundet en efterfølger, venter han med at opsig sin stilling.

På et tidspunkt i løbet af disse drøftelser vurderer bestyrelsesformanden, at det med rimelighed må forventes, at den administrerende direktør vil opsig sin stilling. Bestyrelsesformanden vurderer derfor, at der er opstået intern viden. Med henblik på fortsat afklaring om ansættelse af en efterfølger udsættes offentliggørelsen af den interne viden.

I oktober afholdes bestyrelsesmøde. På dette møde godkender bestyrelsen ansættelsen af efterfølgeren til stillingen som administrerende direktør. Straks efter bestyrelsesmødet indgiver den administrerende direktør sin formelle opsigelse. På bestyrelsesmødet har bestyrelsen godkendt en fratrædelsesaftale om processen og tidsperspektivet for fratrædelsen. Straks efter bestyrelsesmødet offentliggøres den administrerende direktørs opsigelse og ansættelsen af efterfølgeren.

Finanstilsynets vurdering

Udsteder skal offentliggøre den interne viden hurtigst muligt, medmindre der er mulighed for udsættelse. Det følger af markedsmisbrugsforordningen.

I denne situation er den interne viden opstået, før den administrerende direktør formelt opsig sin stilling. Der pågår et parallelt forløb omkring ansættelsen af en efterfølger, idet dette er en forudsætning for, at den administrerende direktør opsig sin stilling. Forløbet er initieret af den administrerende direktør. Bestyrelsen i selskabet har således ikke til hensigt at afskedige den administrerende direktør.

På tidspunktet, hvor den interne viden opstår, må det med rimelighed forventes, at den administrerende direktør vil fratræde sin stilling. Der er dog ikke endeligt truffet beslutning herom. Henset til, at den administrerende direktør fortsat kan vælge ikke at ville opsig sin stilling, vurderes det, at offentliggørelse vil kunne skade direktørens ledelse af virksomheden, såfremt han vælger ikke at opsig stillingen. Finanstilsynet vurderer på den baggrund, at øjeblikkelig offentliggørelse vil kunne skade hans mulighed for at udøve ledelsen af virksomheden, hvis den interne viden ikke realiseres. Udsteder har derfor mulighed for at udsætte offentliggørelsen af den interne viden.

Finanstilsynet vurderer, at den interne viden skal offentliggøres hurtigst muligt, efter den administrerende direktør formelt har opsagt sin stilling, og bestyrelsen har godkendt ansættelsen af en efterfølger.

Eksempel 4.2

Bestyrelsen i et udstederselskab har fået besked fra direktøren om, at vedkommende er blevet ansat i en anden virksomhed og derfor opsig sin stilling med gældende varsel. Udstederen vurderer, at dette er intern viden. Bestyrelsen går i

gang med at finde en ny direktør og udsætter derfor offentliggørelsen af, at direktøren fratræder, indtil den nye direktør er fundet. Herefter offentliggør udstederen en samlet meddelelse.

Finanstilsynets vurdering

Idet direktøren har formidlet sin opsigelse til udsteder, må den interne viden betragtes som viden, der direkte vedrører udsteder. Udsteder skal dermed offentliggøre direktørens opsigelse hurtigst muligt. Finanstilsynet vurderer, at der i denne situation ikke er grundlag for at udsætte offentliggørelsen.

Det vil ikke kunne betragtes som en legitim interesse, at der endnu ikke er fundet en afløser. Direktørens fratrædelse er ikke betinget af rekrutteringen af en ny direktør, og direktørens fratrædelse og rekrutteringen af en ny direktør er derfor to separate oplysninger og forløb. Udsteder bør derfor vurdere disse enkeltvis iht. de fire kriterier for intern viden. Konklusionen er, at scenariet ikke opfylder kriterierne for udsættelse af offentliggørelsen af intern viden.

Eksempel 4.3

En bestyrelse har gennem en periode drøftet en mulig afskedigelse af direktøren. Bestyrelsesformanden indkalder til et ekstraordinært bestyrelsesmøde og sender et oplæg til organisationsændring. Forud for det ekstraordinære bestyrelsesmøde har bestyrelsens medlemmer uformelt tilkendegivet at støtte en afskedigelse af direktøren. Bestyrelsen beslutter formelt på det ekstraordinære bestyrelsesmøde at afskedige direktøren. Samtidig får bestyrelsesformanden mandat til at forhandle en fratrædelsesaftale med henblik på, at direktøren fortsat leder virksomheden i en overgangsperiode, indtil en afløser er fundet.

Finanstilsynets vurdering

Afskedigelsen af en direktør er et anliggende for den samlede bestyrelse. Det følger af ESMA's retningslinjer², at offentliggørelse af intern viden kan udsættes, hvis den interne viden vedrører beslutninger, der er truffet af udsteders ledelsesorgan, men som skal godkendes af et andet af udsteders organer eller aktionærernes generalforsamling.

I dette eksempel er der tale om en beslutning, der udelukkende træffes af bestyrelsen. Der er ikke andre dele af organisationen, der er involveret, og bestyrelsen får ikke et beslutningsoplæg fra direktionen. Bestyrelsens beslutning om afskedigelsen er heller ikke afhængig af et parallelt forløb om ansættelse. Udsteder kan derfor ikke udsætte offentliggørelsen af den interne viden om direktørens afskedigelse. Bestyrelsen skal hurtigst muligt efter, at den interne viden er opstået, træffe beslutning om afskedigelsen og offentliggøre den interne viden.

Eksempel 4.4

² MAR-retningslinjer: Udsættelse af offentliggørelsen af intern viden, 20/10/2016, ESMA/2016/1478

En medicinalvirksomhed har gennem en periode søgt efter den rette kandidat til stillingen som ledende forsker. Virksomheden har kontaktet en anerkendt forsker om stillingen, og parterne har haft en forhandlingsproces om løn og ansættelsesvilkår. Virksomheden og kandidaten er blevet enige og har indgået aftale om ansættelsen.

Finanstilsynets vurdering

I tilfælde hvor en ansættelse udgør intern viden, vil det være muligt at udsætte offentliggørelsen af ansættelsen, i det omfang kriterierne for udsættelse er opfyldt. I processen, hvor virksomheden og kandidaten forhandler om løn og ansættelsesvilkår, vurderer Finanstilsynet, at der kan være en legitim årsag til at udsætte offentliggørelsen, idet øjeblikkelig offentliggørelse kan antages at ville skade virksomhedens forhandlingsposition i forhandlingen af ansættelsesvilkårene for kandidaten. Så snart der er opnået enighed om de væsentligste ansættelsesvilkår, og i hvert fald på det tidspunkt, hvor kandidaten har underskrevet en ansættelseskontrakt, ophører den legitime årsag til udsættelsen, og virksomheden skal derfor offentliggøre den interne viden hurtigst muligt herefter.

5. Sådan offentliggøres en ledelsesændring, der udgør intern viden

En ledelsesændring, der udgør intern viden, og hvor den interne viden direkte vedrører udsteder, skal offentliggøres hurtigst muligt.

Udsteder skal sikre, at den interne viden gøres tilgængelig på en ikke-diskriminerende måde, så markedet hurtigt kan få adgang til oplysningerne og foretage en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Det følger af artikel 17, stk. 1, i markedsmisbrugsforordningen og § 24, stk. 1, i lov om kapitalmarkeder³. De nærmere metoder til offentliggørelsen af den interne viden er fastlagt i 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.

Samtidig med offentliggørelsen af oplysningerne skal udsteder indberette den interne viden til Finanstilsynet, jf. § 25 i lov om kapitalmarkeder⁴. Indberetningen skal ske via Finanstilsynets indberetningssystem (OAM).

Hvis offentliggørelsen af den interne viden har været udsat, skal udsteder underrette Finanstilsynet herom, når udsteder offentliggør den interne viden, jf. artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen. Udsteder skal gøre brug af det underretningsskema, der ligger på Finanstilsynets hjemmeside⁵. Udsteder

³ Lovbekendtgørelse nr. 2014 af 01/11/2021. Kapitel 5 i lov om kapitalmarkeder, herunder § 24, gælder kun for udstedere optaget til handel på et reguleret marked, jf. § 1, stk. 3, i lov om kapitalmarkeder.

⁴ Kapitel 5 i lov om kapitalmarkeder, herunder § 25, gælder kun for udstedere optaget til handel på et reguleret marked, jf. § 1, stk. 3, i lov om kapitalmarkeder.

⁵ <https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Udsettelse-af-offentliggorelse-af-intern-viden>

skal desuden kunne forelægge en skriftlig redegørelse for, hvordan betingelserne for udsættelse var opfyldt, hvis Finanstilsynet anmoder herom. Det følger af artikel 17, stk. 4, i markedsmisbrugsforordningen sammenholdt med § 37 i lov om kapitalmarkeder. Redegørelsen skal dække perioden fra det tidspunkt, hvor udsteder træffer beslutningen om at udsætte offentliggørelsen af den interne viden, og indtil den interne viden offentliggøres.

Det fremgår af Nasdaq's regelsæt for udstedere af aktier⁶, afsnit 3.5., at udsteder skal offentliggøre ændringer i bestyrelsen og den øverste ledelse samt udskiftning af revisor. Oplysningsforpligtelsen i Nasdaq's regelsæt er ikke afhængig af, om ledelsesændringen vurderes at være intern viden, jf. artikel 7, stk. 1, litra a, i markedsmisbrugsforordningen. En udsteder er derfor fortsat kun forpligtet til at indberette til Finanstilsynet via OAM-systemet, hvis udsteder vurderer, at ledelsesændringen udgør intern viden.

UDKAST

⁶ Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares – 1 October 2021