

NOTAT

[Format: Vejledning]

Finanstilsynet

23. oktober 2018

KARE

J.nr. 133-0006

/AMV

Udkast til vejledning om intern viden og offentliggørelse ved ledelsesændringer i børsnoterede virksomheder

Når en ledelsesændring i en børsnoteret virksomhed udgør intern viden, skal virksomheden offentliggøre ændringen i overensstemmelse med reglerne i markedsmisbrugsforordningen. Læs her, hvornår Finanstilsynet vurderer, at en ledelsesændring udgør intern viden, og hvornår og hvordan virksomheden skal offentliggøre den interne viden.

1. Indledning

Finanstilsynet fokuserer i sin løbende markedsovervågning på, om udstedere overholder de børsretlige oplysningsforpligtelser, der følger af markedsmisbrugsforordningen (MAR). Finanstilsynet har erfaret, at der blandt udstedere kan være usikkerhed om, hvordan de bør håndtere ledelsesændringer for at opfylde deres oplysningsforpligtelser.

En udsteder er forpligtet til at offentliggøre en ledelsesændring, hvis den udgør intern viden, der direkte vedrører udstederen. Det fremgår af artikel 17 i MAR. 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.

Hvis en ledelsesændring udgør intern viden, der direkte vedrører udstederen, skal denne hurtigst muligt offentliggøre den interne viden. Udstederen kan dog overveje, om der er grundlag for at udsætte offentliggørelsen. Det er under alle omstændigheder vigtigt at identificere den interne viden på det rigtige tidspunkt. Den interne viden opstår i mange tilfælde inden formaliseringen af en fratrædelse eller en tiltrædelse.

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

2. Er en ledelsesændring intern viden?

Intern viden er defineret i artikel 7 i MAR. 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 med hensyn til ledelsesændringens indvirkning på kursen.

2. *Ikkeoffentliggjort viden*

Udstederen bør vurdere, om ledelsesændringen er viden, der ikke tidligere er offentliggjort.

3. *Viden, der vedrører udstederen af finansielle instrumenter, 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 må antages mærkbart at ville kunne påvirke kursdannelsen*
Udstederen bør endelig vurdere, om ledelsesændringen må antages mærkbart at ville kunne påvirke kursdannelsen. Denne vurdering bør bl.a. bero på stillingen for den person, som ændringen vedrører, om personen er særlig vigtig for virksomheden, og hvor længe personen har været ansat. 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.

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

Nedenfor følger en række generelle, tænkte eksempler på ledelsesændringer. Hvert eksempel er fulgt af Finanstilsynets umiddelbare vurdering af, om det udgør intern viden. I konkrete tilfælde vil en række andre forhold end de nævnte kunne have indflydelse på vurderingen.

Eksempler på ledelsesændringer, som sandsynligvis vil udgøre intern viden

Eksempel 2.1

- *En direktør fratræder efter en lang årrække sin stilling i en virksomhed.*
- *En bestyrelsesformand meddeler efter en lang årrække, at han ikke genopstiller ved næste generalforsamling.*
- *En nøglemedarbejder med afgørende betydning for virksomhedens drift og resultat fratræder sin stilling.*

Finanstilsynets vurdering

De ovenstående eksempler vil sandsynligvis alle 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 på 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 kunne 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, og formanden har ikke særlige privilegier som eksempelvis "casting vote".

Finanstilsynets vurdering

Da der ikke bliver skiftet medlemmer ud i bestyrelsen, og da alle medlemmer af bestyrelsen fortsætter, vil rokaden sandsynligvis ikke udgøre intern viden.

Eksempel 2.3

Et menigt bestyrelsesmedlem i en virksomhed har valgt ikke at genopstille ved næste generalforsamling. 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 samlet af seks bestyrelsesmedlemmer: en formand, en næstformand og fire menige bestyrelsesmedlemmer.

Finanstilsynets vurdering

Udpegelsen af et nyt menigt bestyrelsesmedlem vil typisk ikke mærkbart påvirke kursdannelsen. 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:

- opsiges sin stilling
- afskediges af bestyrelsen
- 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.

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 internt såvel som eksternt at undersøge, om der er egnede kandidater.

I scenarier, hvor det er ledelsesmedlemmet, der opsiges sin stilling, er det særligt relevant for udsteder at være opmærksom på:

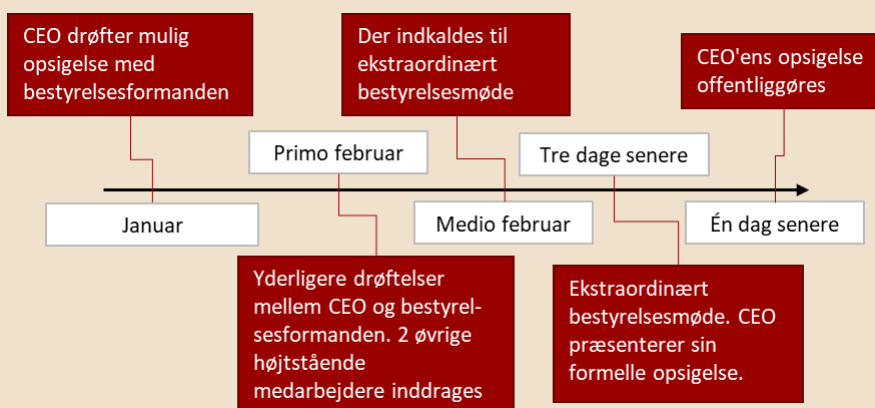
- hvornår den interne viden opstår
- om der er tale om *direkte* intern viden.

Hvis udsteder vurderer, at opsigelsen udgør intern viden, er den i dette tilfælde opstået "udenfor udstederen", fordi det er ledelsesmedlemmet, der har truffet beslutningen. Når virksomheden bliver bekendt med beslutningen, 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 i MAR.

Eksempel 3.1

En CEO i en virksomhed ønsker muligvis at fratræde sin stilling. Det har vedkommende i en periode flere gange drøftet med virksomhedens bestyrelsesformand. Første gang disse drøftelser fandt sted var i januar måned. I starten af februar drøfter de to igen CEO'ens mulige fratrædelse. I den mellemliggende periode er yderligere to højtstående medarbejdere blevet inddraget i drøftelserne.

I midten af februar beslutter CEO'en sammen med bestyrelsesformanden at indkalde til et ekstraordinært bestyrelsesmøde, der bliver afholdt tre dage senere. På dette møde præsenterer CEO'en sin formelle opsigelse for den samlede bestyrelse.



På bestyrelsesmødet indgår CEO'en også en aftale med bestyrelsen om processen og tidsperspektivet for fratrædelsen.

Finanstilsynets vurdering

CEO'ens opsigelse udgør intern viden. Den interne viden er desuden opstået, før CEO'en formelt har præsenteret sin opsigelse for bestyrelsen på det ekstraordinære bestyrelsesmøde. 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 CEO'ens fratrædelse forud for det ekstraordinære bestyrelsesmøde. Det gælder f.eks. de drøftelser, der fandt sted primo februar. 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 CEO'en ville sige op.

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. Bestyrelsen beslutter på mødet at afskedige direktøren. Straks efter det ekstraordinære bestyrelsesmøde opsøger bestyrelsesformanden direktøren og oplyser denne om afskedigelsen.

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 kan den interne viden principielt allerede være opstået ved drøftelser, hvor bestyrelsen træffer beslutningen, forud for bestyrelsesmødet, eller på det tidspunkt, hvor bestyrelsesformanden indkalder til et ekstraordinært bestyrelsesmøde.

Eksempel 3.3

En 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 særlig vigtig for virksomheden og virksomhedens fremtidige forretning, udgør intern viden. I eksemplet vurderer Finanstilsynet umiddelbart, 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 er overvejende sandsynligt, at den vil nå til enighed med og dermed ansætte personen.

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 perioden den 2.-15. maj drøfter parterne løbende en mulig ansættelse. Den 15. maj vurderer bestyrelsesformanden (med forbehold for den samlede bestyrelses behandling og godkendelse), at det er realistisk at forvente, 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 har parterne en dialog, der ender med, at det er realistisk at forvente, at kandidaten vil blive ansat. På dette tidspunkt foreligger der sandsynligvis 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 i MAR.

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

ESMA har udarbejdet retningslinjer med en vejledende liste over omstændigheder, der sandsynligvis vil kunne udgøre legitime interesser i at udsætte offentliggørelsen af intern viden¹. 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. Det kan f.eks. dreje sig om igangværende forhandlinger om fusioner, overtagelser mv., muligheden for at opnå intellektuelle ejendomsrettigheder eller processen om køb eller salg af en større aktiepost i en anden enhed.

Finanstilsynet vurderer umiddelbart, at forhandlinger om en mulig tiltrædelse vil kunne være en legitim årsag til at udsætte offentliggørelse. På samme måde kan fratrædelsesforhandlinger udgøre en legitim udsættelsesårsag, i det omfang der reelt er mulighed for at forhandle bedre vilkår for udsteder i en overgangsperiode.

Hvis ledelsesmedlemmet derimod eksempelvis har begrundet sin opsigelse med, at vedkommende tiltræder en stilling i en anden virksomhed og dermed straks eller ved udløb af opsigelsesperioden fratræder sin stilling, vurderer Finanstilsynet, at fratrædelsesforhandlinger formentlig ikke vil kunne udgøre en legitim årsag til at udsætte offentliggørelsen af den interne viden. Årsagen er, at der reelt ikke er noget at forhandle om.

2. *Udsættelse af offentliggørelse antages ikke at vildlede offentligheden*
De ovennævnte retningslinjer giver også eksempler på en række situationer, hvor udsættelsen af offentliggørelsen af den interne viden sandsynligvis vil vildlede offentligheden. Ved ledelsesændringer kan en udsættelse i nogle tilfælde være vildledende, fordi markedet ikke forventer forestående ændringer i ledelsen. Denne opfattelse kan eksempelvis være skabt af tidligere udmeldinger fra udstederen. I sådanne situationer vil det muligvis ikke være tilladt at udsætte offentliggørelsen.
3. *Udstederen er i stand til at sikre oplysningernes fortrolighed*
Udstederen skal kunne sikre, at den interne viden ikke bliver tilgængelig for andre end de personer, udstederen har udvalgt. Disse personer skal også stå opført på den relevante insiderliste. Det fremgår af artikel 18 i MAR.

Ved parallelle forløb

Det er væsentligt at sondre mellem forløb, der er initieret af et ledelsesmedlem, og forløb initieret af ledelsen i udstederselskabet. Det kan eksempelvis

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

være forløb, hvor ledelsen i virksomheden sonderer mulige kandidater til en ledelsespost.

Når en fratrædelse sker som følge af en opsigelse fra et ledelsesmedlem, f.eks. en CEO, oplever Finanstilsynet, at nogle udstedere igangsætter et parallelt forløb med at rekruttere og ansætte personens efterfølger. Udsteder bør behandle de parallelle forløb separat. I hvert forløb (fratrædelsen og ansættelsen) bør udsteder vurdere, om og hvornår der opstår intern viden. Udsteder skal desuden offentliggøre den interne viden for hvert forløb hurtigst muligt, efter den er opstået, medmindre der er mulighed for at udsætte offentliggørelsen.

Den interne viden kan sandsynligvis ikke udsættes alene med henvisning til, at der pågår et parallelt forløb om f.eks. ansættelsen af en efterfølger, når fratrædelsen skyldes, at ledelsesmedlemmet har sagt op. En eventuel udsættelse kan derfor kun finde sted jf. kriterierne ovenfor, eksempelvis i forbindelse med forhandling af en fratrædelsesaftale med det afgående ledelsesmedlem.

Anderledes ser det dog ud, når udsteder initierer en ledelsesændring. Her kan udsteder have mulighed for at foretage sonderinger af nye potentielle kandidater, før udsteder reelt beslutter at ansætte en ny kandidat og afskedige det siddende ledelsesmedlem, hvormed den interne viden opstår. I sådanne tilfælde kan udsteder have mulighed for at vurdere forløbet med ansættelse og fratrædelse i sammenhæng, fordi beslutningen om afskedigelse afhænger af beslutningen om ansættelse. Offentliggørelse af ledelsesændringer i forlængelse af en sondering vil formentligt kunne udsættes med henvisning til pågående kontraktforhandlinger.

Eksempel 4.1 (udbygning af eksempel 3.1)

Efter et længere indledende forløb, hvor CEO'en har drøftet sin fratrædelse med formanden for bestyrelsen, bliver der medio februar indkaldt til ekstraordinært møde i bestyrelsen. Mødet bliver afholdt tre dage senere. På mødet præsenterer CEO'en formelt sin opsigelse. Virksomheden offentliggør dagen efter en selskabsmeddelelse med oplysningen om, at CEO'en fratræder.

Finanstilsynets vurdering

Udsteder skal offentliggøre den interne viden hurtigst muligt, medmindre der er mulighed for udsættelse. Det følger af MAR. På baggrund af de tilgængelige oplysninger er der i dette eksempel potentielt mulighed for at udsætte offentliggørelsen. Udsteder kan have en legitim interesse i at få forhandlet en fratrædelsesaftale, som indebærer, at CEO'en bidrager til at overdrage opgaver til en ny CEO. Det er dog samtidig udsteders ansvar at forhandle aftalen på plads indenfor rimelig tid og ikke unødigt udsætte offentliggørelsen af den interne viden.

Eksempel 4.2

Bestyrelsen i en børsnoteret virksomhed har fået besked fra direktøren om, at vedkommende er blevet ansat i en anden virksomhed og derfor opsiget sin stilling øjeblikkeligt. Virksomheden 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 virksomheden en samlet meddelelse.

Finanstilsynets vurdering

Udsteder skal offentliggøre direktørens opsigelse hurtigst muligt. Der er formentlig ikke grundlag for at udsætte offentliggørelsen. Idet direktøren har formidlet sin opsigelse til udsteder, må den interne viden betragtes som viden, der direkte vedrører udsteder. Dermed opstår pligten til offentliggørelse.

Det vil sandsynligvis ikke kunne betragtes som en legitim interesse, at der endnu ikke er fundet en afløser. Det er i dette scenarie ikke muligt at forhandle en fratrædelsesaftale med den afgangende direktør med henblik på at sikre en overgangsperiode, når direktøren fratræder grundet ny ansættelse. Direktørens fratrædelse og rekrutteringen af en ny direktør er her 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. Bestyrelsen beslutter på mødet 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. Straks efter det ekstraordinære bestyrelsesmøde opsøger bestyrelsesformanden direktøren og oplyser vedkommende om afskedigelsen.

Finanstilsynets vurdering

Udsteder kan i dette eksempel have grundlag for at udsætte offentliggørelsen. For troligheden omkring forhandlingen af direktørens fratrædelse kan være en legitim interesse for virksomheden, fordi der dermed kan skabes de bedst mulige vilkår for en overgangsperiode.

Det er bestyrelsens ansvar at sikre løbende fremdrift i sagen for ikke at forhale offentliggørelsen af den interne viden.

Eksempel 4.4

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 umiddelbart, at der er en legitim årsag til at udsætte offentliggørelsen. Så snart forhandlingerne er afsluttet, 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, skal offentliggøres og gøres tilgængelig, så markedet hurtigt kan få adgang til oplysningerne på en ikkediskriminerende måde. Det følger af artikel 17 i MAR og § 24 i lov om kapitalmarkeder.

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

Hvis offentliggørelsen af den interne viden har været udsat, skal udsteder oplyse dette ved indsendelse af notifikation til Finanstilsynet, jf. artikel 17, stk. 4, i MAR.

Det fremgår af Nasdaq's regelsæt for udstedere af aktier, at ændringer i ledelsen, herunder bestyrelse og den øvrige ledelse, altid skal offentliggøres på samme måde som intern viden, punkt 3.3.9, jf. 3.3.1.

Oplysningsforpligtelsen i Nasdaq's regelsæt er ikke afhængig af, om ledelsesændringen vurderes at være intern viden, jf. artikel 17 i MAR. Oplysningsforpligtelsen i Nasdaq's regelsæt er separat fra den forpligtelse, der gælder i MAR om offentliggørelse af intern viden. En udsteder er derfor fortsat kun forpligtet til at oplyse Finanstilsynet ved indberetning via OASM-systemet, hvis udsteder vurderer, at ledelsesændringen udgør intern viden.