

Hørings svar

Følgende virksomheder og organisationer har afgivet høringssvar uden bemærkninger:

- Fondsmæglerforeningen
- Dansk Arbejdsgiverforening

Følgende virksomheder og organisationer har haft bemærkninger til lovforslaget:

- CDI Global
- Danske Advokater
- Dansk Erhverv
- Dansk Investor Relations Forening
- Finans Danmark
- Nasdaq Copenhagen A/S

Læs høringssvar med bemærkninger på de næste sider.

Christine Larsen (FT)

Fra: Per Vestergaard Andersen <pva@cdiglobal.dk>
Sendt: 2. februar 2021 15:08
Til: Christine Larsen (FT)
Emne: Ny erstatning for vejledning 9973 Høringssvar

Sag: 21-002118
Sagsdokument: 23806

Hej Christine

Tak for snakken i dag og din henvisning til Høringsportalen med det nye udkast til Vejledning om Intern viden i Finansielle rapporter, som skal erstatte Vejledning nr. 9973. Også tak for, at jeg kunne komme med et høringssvar.

Mit ærinde i dag, som jeg har kommunikeret med [redacted] om flere gange, men hvor jeg ikke har været tilfreds med svarene, var helt præcist 2 udsagn, som Finanstilsynet kom med på Udstederseminaret 18112020, og de var:

1. "At et budget 2021, der er godkendt af Bestyrelsen i November 2020 er intern viden, der hurtigst muligt skal offentliggøres efter godkendelsen" og
2. "At man nok ikke kunne sætte = mellem Budget 2021 og Forventninger til næste år, men der kommer et notat fra os om det"

Ad 1)

Det selskab, som jeg er CA for, [redacted] har hidtil godkendt et budget for det kommende år på typisk et bestyrelsesmøde sidst i november måned. Det har vi aldrig udsendt en Selskabsmeddelelse om. På det bestyrelsesmøde, hvor årsrapporten (her for 2020) godkendes, vil Bestyrelsen også godkende de nye forventninger for 2021, der så offentliggøres i den Selskabsmeddelelse, hvor Årsrapport 2020 offentliggøres.

Jeg har talt med flere udstedere og Nasdaq om Finanstilsynets udsagn under 1., og alle, herunder jeg og [redacted] Bestyrelse har været forvirrede. Hvis Finanstilsynets udsagn skal tages bogstaveligt, skulle der så hurtigst muligt efter bestyrelsesmødet i november udsendes en Selskabsmeddelelse om godkendelsen af Budget 2021. Under forberedelsen af årsrapporten 2020, hvor der jo så er forløbet 2 -3 måneder, og hvor man har det realiserede 2020 resultat og også har resultater for Januar og Februar, vil det jo i måske de fleste tilfælde være sådan, at det godkendte budget 2021 ikke længere holder, og så skal man hurtigst muligt efter den konstatering udsende en Selskabsmeddelelse om det. Når Årsrapporten for 2020 godkendes, måske næsten samtidig eller nogle relativt få dage efter, skal man så udsende endnu en Selskabsmeddelelse om dels Årsrapport 2020 og dels forventningerne til 2021. Det virker generelt forvirrende og mange investorer vil angiveligt blive forvirrede.

Derfor vil mit høringssvar vedr. Ad 1 være, at jeg opfordrer Finanstilsynet til specifikt at skrive noget om dette i den nye Vejledning, således at den skabte usikkerhed forsvinder.

Ad 2. Den tilbagemelding jeg har fået af Finanstilsynet [redacted] var, at Finanstilsynet alligevel ikke ville komme med et notat derom, men hvor man henviste til Vejledning nr. 9973, hvor der dog slet ikke står noget om det.

Derfor vil mit høringssvar vedr. Ad 2 være, at jeg opfordrer Finanstilsynet til, i den nye Vejledning, at definerer, hvad forskellen mellem et godkendt budget for det kommende år og forventninger til næste år er (udover det oplagte, at budgettet for et kommende år typisk ligger 2 - 3 måneder forud for forventninger til næste år), således at også denne skabte usikkerhed forsvinder.

Med venlig hilsen/Best regards



Per Vestergaard
Direktør/CEO/partner
Associate Professor

Vestre Havnepromenade 5, 5. sal
9000 Aalborg
Denmark

T +4598110055
M +4521764317
S pvacdidanmark
E pva@cdiglobal.dk

A Danish Company Broker, Corporate Finance and M&A house with a Global Network of offices through our partnership of CFAW (www.cfaw.com)

www.cdiglobal.dk

www.vaerdiskabelse.dk

www.economicvalueadded.dk



Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø

chl@ftnet.dk

Vesterbrogade 32
1620 København V

Telefon 33 43 70 00
mail@danskeadvokater.dk
www.danskeadvokater.dk

Dok.nr.: D-2021-005458
Ref.: CHO

Dato 4. marts 2021

Vedr.: Høring af udkast til vejledning - Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden? (j.nr. 133-0007)

Finanstilsynet har den 25. januar 2021 sendt et udkast til vejledningen "Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?" i høring med anmodning om at modtage eventuelle bemærkninger. Høringen, der har været behandlet i Danske Advokaters fagudvalg for kapitalmarkedsret, giver Danske Advokater anledning til følgende bemærkninger:

1. Ændrede langsigtede forventninger som intern viden

Flere steder i udkastet behandles, hvorvidt ændrede langsigtede forventninger kan anses for intern viden. Ved behandlingen i afsnit 2.2. bør det gøres mere klart, at langsigtede forventninger i sagens natur er behæftet med væsentlige usikkerheder, og uanset, at en målsætning kan fremstå relativt konkret, så vil ændringer til sådan en målsætning være givet med henvisning til en række antagelser og forbehold, der gør ændringer til sådan en målsætning så usikker, at den ikke er et forhold som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, jf. MAR artikel 7(2), før man kommer tættere på det tidspunkt, at målsætningen rent faktisk forventes opfyldt.

Danske Advokater anbefaler endvidere, at det tydeliggøres, at langsigtede forventninger ikke i sig selv udgør intern viden.

2. Mærkbarhedskravet - Internt fastsatte regler og grænser

Midt på side 4 i udkastet anføres: "*En udsteder kan med fordel arbejde med faste grænser for, hvornår bestemte forhold anses for mærkbart at ville kunne påvirke kursen. Det kan ske ved, at udstederen f.eks. arbejder med en nedre grænse for, hvornår udstederens kontrakter eller ordrer er intern viden. Grænsen kan f.eks. være angivet i DKK eller anden værdi, der beskriver betydningen af kontrakten eller ordren.*"

Danske Advokater er enige i, at udstedere med fordel kan operere med forud fastlagte grænser for, hvornår udstederen anser et bestemt forhold som mærkbart kurspåvirkende. Sådanne grænser kan - som anført i udkastet - smidiggøre vurderingen af, om et givent forhold er offentliggørelsespligtigt eller ej.

Vurderingen af, om en indtruffen begivenhed nødvendiggør offentliggørelse af en selskabsmeddelelse, beror imidlertid altid på et konkret skøn i hvert enkelt tilfælde. Danske Advokater bemærker i den forbindelse, at fastsatte grænser ikke må administreres på en sådan måde, at de tilsidesætter det konkrete, pligtmæssige skøn. Internt fastsatte grænser må således altid indeholde et forhold for, at der skal tages højde for de konkrete omstændigheder i hvert enkelt tilfælde.

3. Små og store virksomheder - forskelligt råderum for ledelsesmæssigt skøn

Øverst på side 9 i udkastet anføres, at: "Råderummet for det ledelsesmæssige skøn vil være begrænset hos de store virksomheder, fordi der ofte allerede vil være foretaget en række undersøgelser inden den mulige interne viden identificeres og præsenteres for ledelsen. Derimod vil råderummet for det ledelsesmæssige skøn være større hos de mindre virksomheder, fordi der ofte ikke er foretaget de samme undersøgelser af den mulige interne viden."

Danske Advokater bemærker, at blot fordi større virksomheders problemstillinger bliver undersøgt i videre omfang, inden de bliver præsenteret for ledelsen, er dette ikke ensbetydende med, at svaret på spørgsmålet "disclosure eller ej", er oplagt eller enkelt. I praksis kan selv de største virksomheder med et compliance-apparat indrettet efter bedste standard have svært ved at vurdere, om de komplekse forhold, disse virksomheder bliver stillet over for, udgør intern viden og dermed er offentliggørelsespligtige eller ej. Derudover kan de problemstillinger og parametre, som en "stor" virksomhed skal tage med i sin vurdering af om et forhold eller en hændelse er intern viden, ofte være mere komplekse pga. virksomhedens størrelse og karakter, end for en mindre virksomhed.

Et parameter, der tager højde for selskabets størrelse bør derfor efter Danske Advokaters mening ikke tillægges betydning.

4. Ændringer af forventninger er som hovedregel et bestyrelsesanliggende

På side 9 er der indsat yderligere vejledning i forhold til det "ledelsesmæssige skøn" ved ændring af forventningerne til det indeværende år. Her kan anvendelsen af "ledelsesmæssig" (mis)forstås sådan, at håndteringen af de mulige ændrede forventninger, er et direktionsanliggende (og ikke et bestyrelsesanliggende).

Det er i den sammenhæng væsentligt at bemærke, at ændringer af forventninger hos langt de fleste udstedere er et bestyrelsesanliggende, og bestyrelsen (særligt Audit Committee) har ofte en konkret og kvalificeret holdning til de enkelte poster, hvordan fremtiden ser ud mv.

Hos den overvejende del af udstederne vil det derfor være en klar forudsætning, at bestyrelsen inddrages, og inddragelsen kan konkret medføre, at ændringerne justeres eller alligevel ikke justeres i forhold til direktionens oplæg.

Der er med andre ord tale om en reel behandling af tal og faktum, der ofte giver anledning til flere iterationer, længerevarende drøftelser samt ændring af udfald.

Denne governance hos de danske udstedere bør med fordel indarbejdes og afspejles i vejledningen sådan, at der ikke foreligger tvivl herom.

5. Specifikke kommentarer til udvalgte steder i vejledningen

I tillæg til ovenstående, mere generelle kommentarer, bemærker Danske Advokater følgende til udvalgte steder i vejledningen:

- **Side 4 (nederst)**
 - 3. linje i pkt. 2.1 bør "interne" rettes til "intern".
- **Side 4 (Nederst)**
 - I første afsnit af pkt. 2.1 anføres i linje 3-4, at: "Derfor bør en udsteder også løbende overvåge og undersøge, om de udmeldte finansielle forventninger fortsat er retvisende".
 - Danske Advokater mener: Denne sætning kan (mis)forstås som pålæggende udstedere en for vidtgående opfølgingspligt på status for opfyldelsen af deres finansielle forventninger. Sætningen bør derfor omformuleres - eksempelvis således at: "Derfor bør en udsteder reagere, hvis udsteder finder, at der – eksempelvis på baggrund af indtægts- eller udgiftsopgørelser indkommet i løbet af året – er grundlag for at antage, at de udmeldte finansielle forventninger ikke længere er retvisende."
- **Side 5 (i midten)**
 - Det anføres, at: "*Er der tale om konkrete og målbare langsigtede forventninger, eksempelvis ved at forventningerne til den fremtidige vækst pr. år er angivet i procenter vil disse forventninger kunne udgøre intern viden. Dette er dog kun tilfældet, hvis de nye langsigtede forventninger ligger udenfor de tidligere offentliggjorte forventninger.*"
 - Danske Advokater mener: Her bør i sidste sætning præciseres, at de omtalte forventninger kun kan udgøre intern viden, hvis de øvrige betingelser i definitionen af intern viden er opfyldt.
- **Side 5 (nederst)**
 - Det angives, at: "*Finanstilsynet vurderer... at der ikke er tale om intern viden, hvis de nye finansielle mål, faktisk realiserede resultater eller nye langsigtede forventninger er indenfor de tidligere offentliggjorte finansielle mål ("forventninger", "forecasts", "guidance" m.v.).*"
 - Danske Advokater mener: Det bør overvejes at flytte en definition eller forklaring af brugen af begrebet "finansielle mål" til starten af dokumentet.
- **Side 7 (fortsættes på side 8)**
 - Der angives et eksempel (eksempel 10), hvori det anføres, at udsteder på grund af *generel nedgang* i markedet vurderer, at det vil være vanskeligt at nå en tidligere udmeldt forventning.
 - Danske Advokater mener: At der i eksemplet henvises til en generel nedgang virker ikke praktisk - mere sandsynligt synes det i stedet at være (som angivet i eksempel 4 på side 12), at udstederen på grund af *væsentlige ændringer i markedet for udsteders produkter* vurderer, at et tidligere udmeldt vækstmål på 20 % ikke kan fastholdes.
- **Side 9 (nederst)**
 - Det anføres, at: "*Finanstilsynet anerkender, at det efter omstændighederne kan være hensigtsmæssigt for udsteder at lade en komité eller bestyrelsen vurdere, hvorvidt der foreligger intern viden.*"
 - Danske Advokater mener: Det bør - alt efter det pågældende selskabs størrelse og organisation - overvejes at tilføje direktionen som et selvstændigt organ, der hos udsteder skal forelægges en vurdering af, hvorvidt der foreligger intern viden.

- **Side 12 (i midten)**

- Det angives i eksempel 4, at: *"En udsteder har tidligere offentliggjort langsigtede forventninger for de næste fem år til en vækst på 20 %. Efter et år sker der dog væsentlige ændringer i markedet for udsteders produkter, og udsteder vurderer derfor, at vækstmålet ikke kan nås. Bestyrelsen drøfter strategiske tiltag, som gør, at vækstmålet alligevel kan nås. Dette er dog ikke muligt, hvorfor udsteder må nedjustere forventningerne til 15 %"*
- Danske Advokater mener: Eksemplet omhandler tiltag til forbedring af en langsigtet *forventning*, og det bør næstsidste sætning afspejle - eksempelvis med ordlyden "Bestyrelsen drøfter strategiske tiltag, som gør, at vækstmålet alligevel forventes at kunne nås" eller lignende.

Afsluttende bemærkning

ESMA har i deres MAR-review rapport af 23. september 2020 angivet, at de forventer at komme med vejledning på en række af de områder, hvor der hersker usikkerhed, herunder de spørgsmål som denne vejledning også adresserer. I den forbindelse vil Danske Advokater opfordre til, at Finanstilsynet i videst muligt omfang forsøger at holde danske udstedere orienteret, hvis der er udsigt til udmeldinger fra ESMA, der ikke stemmer overens med Finanstilsynets hidtidige udmeldinger.

Med venlig hilsen

Charlotte Hvid Olavsgaard
Juridisk konsulent
cho@danskeadvokater.dk

Christine Larsen (FT)

Fra: Sven Petersen <svp@danskerhverv.dk>
Sendt: 8. marts 2021 10:00
Til: Christine Larsen (FT)
Emne: Høring over udkast til vejledning - hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden

Sag: 21-002118
Sagsdokument: 23814

Til Finanstilsynet

Tak for muligheden for at komme med kommentarer til den reviderede vejledning om offentliggørelse af oplysninger i finansielle rapporter som intern viden.

Generelt sætter vi pris på, at Finanstilsynet søger at vejlede selskaberne med henblik på, at de overholder de pågældende regler.

Side 4, 3. afsnit. Vi er enig i, at det er godt for selskaberne på forhånd at have afklaret, hvornår f.eks. en kontrakt er intern viden. Det må dog antages, at det er en konkret vurdering, om en given kontrakt i det konkrete tilfælde er intern viden. Det kan derfor overvejes, om grænserne skal benævnes 'faste' eller 'vejledende' grænser.

Side 5, 4 afsnit. Både overskriften på side 5 og afsnit 4 henviser til 'langsigtede forventninger, mens eksemplerne i boksen "Finanstilsynet vurderer ..." forekommer at vedrøre ændrede forventninger til indeværende år, dvs. kapitel 2.1, bortset fra eksempel 10. Det kan overvejes, at flytte eksempel 1-9 til kapitel 2.1.

Side 8, kapitel 3, afsnit 5. Det forekommer ikke at være korrekt, at et selskab kun bør offentliggøre, at udstederen forventer at op- eller nedjustere, og hvorfor udstederen forventer at op- eller nedjustere. Det må forventes, at udstederen bør offentliggøre den oplysning, som blev anset som intern viden. Derudover er der en risiko for, at størrelsen af op- eller nedjusteringen ligeledes vil blive betragtet som intern viden og ligeledes bør offentliggøres hurtigst muligt (under skyldig hensyntagen til involveringen af selskabets kompetente organer som f.eks. bestyrelsen).

Side 11, 2. bullet. Der er næppe 'enighed' blandt analytikere. Men der vil typisk være tale om 'consensus'

Med venlig hilsen

Sven Petersen
Erhvervsjuridisk fagchef

M. +4540984171
T. +4533746109
SVP@DANSKERHVERV.DK



**DANSK
ERHVERV**

Dansk Erhverv er erhvervsorganisation og arbejdsgiverforening for et af verdens mest handlekræftige erhvervsliv. Vi handler på vegne af 18.000 medlemsvirksomheder og 100 brancheforeninger. Vi arbejder for, at Danmark bliver verdens bedste land at drive virksomhed i. For kun på den måde kan vi fremtidssikre velstanden og velfærden i Danmark.

**Danmark skal
være verdens
bedste land at
drive virksomhed i.**



[Læs vores persondatapolitik online](#)

Kære Christine,

Hermed et par bemærkninger fra Dansk Investor Relations Forening DIRF på jeres udkast til ændring af vejledning ift. "Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?".

Først, det fremgår af forslaget, at små virksomheder kan have en mere lempelig tilgang til dette spørgsmål end store virksomheder, hvilket der stilles spørgsmålstegn ved.

Dernæst, virker forståelsen af "konsensus" fra analytikere ikke helt i tråd med praksis. Det er yderst sjældent at der er "enighed" blandt analytikere, og konsensus tal, som Bloomberg og virksomheder offentliggør er et gennemsnit eller median af en lang række tal.

I tråd med dette, er der ikke bred forståelse for, at det skal være et krav for virksomheder at opdatere forventninger, hvis de ikke er i overensstemmelse med fx. analytikernes forventninger. Hvis de interne forventninger stadig er i overensstemmelse med de eksternt givne forventninger, ser vi det ikke nødvendigt at skulle gengive disse, hvis der sker ændringer i analytikernes forventninger.

Med venlig hilsen og på vegne af DIRFs bestyrelse

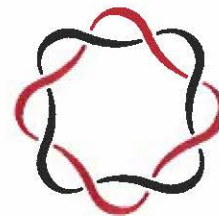


Tina Højlund Pedersen

Director

DIRF - Dansk Investor Relations Forening

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø
Att.: Christine Larsen chl@ffnet.dk



**FINANS
DANMARK**

Hørings svar til vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?

Resumé

Finans Danmark takker for muligheden for at afgive høringssvar.

Vejledningen er en opdatering af tidligere vejledning dateret 9. oktober 2017. I den mellemliggende periode har Finanstilsynet udsendt nyhedsbreve/pressemeddelelser, der blandt andet omhandler intern viden og en udsteders forventninger til årets resultater. Med nærværende udkast til opdateret vejledning opfordrer Finans Danmark til, at vejledningen samler op på og erstatter alle tidligere nyhedsbreve/pressemeddelelser med tilsvarende emner, da det vil gøre vejledningen mere anvendelig.

Hørings svar

8. marts 2021
Dok: FIDA-17751 63869-687237-v1
Kontakt Kirsten Hjortshøj Bederholm

Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?

Generelt

Finanstilsynet har tidligere offentliggjort nyhedsbrevet "Kan en udsteder inddrage analytikeres forventninger i vurderingen af intern viden" af 27. maj 2019 og pressemeddelelsen "Nye forventninger efter suspension som følge af COVID-19" af 3. august 2020. Finans Danmark opfordrer Finanstilsynet til at indarbejde begge i vejledningen, således at den samler op på tidligere udmeldinger fra Finanstilsynet og derved øger anvendeligheden af vejledningen.

Nyhedsbrev "Kan en udsteder inddrage analytikeres forventninger i vurderingen af intern viden" af 27. maj 2019

På side 10 og 11 i vejledningen anfører Finanstilsynet nogle eksempler på, hvor udsættelse af offentliggørelse af intern viden kan forventes at vildlede offentligheden. Eksemplerne er fra ESMA's Retningslinjer om udsættelse af offentliggørelse af intern viden. Et af disse eksempler vedrører vurderingen af markedets forventninger, hvorefter udsteder skal tage hensyn til den overordnede holdning hos investorerne – f.eks. enighed blandt finansielle analytikere. I sådanne situationer må en udsteder, ifølge retningslinjerne fra ESMA og vejledningen fra Finanstilsynet, ikke udsætte offentliggørelsen af den interne viden, hvis den er i modstrid med markedets forventninger.

I Finanstilsynets nyhedsbrev fra den 27. maj 2019 skriver Finanstilsynet, at i forbindelse med vurdering af intern viden skal en udsteder alene inddrage egne tidligere udmeldinger til markedet, og hvilke forventninger udstederen selv har skabt hos de potentielle investorer. Det er blandt andet eksemplificeret ved, at en udsteder ikke kan antage, at en oplysning om en op- eller nedjustering udgør allerede offentliggjort viden, hvis den justering rummes inden for og afspejler analytikernes publicerede forventninger til udstederens finansielle resultater.

Finans Danmark ønsker en præcisering af, i hvilket omfang en udsteder skal inddrage analytikernes forventninger. I ovennævnte udmeldinger fra Finanstilsynet skal en analytikers forventninger inddrages ved udsættelse af offentliggørelse af intern viden, men de må ikke inddrages i vurderingen af intern viden.

Pressemeddelelse – Nye forventninger efter suspension som følge af COVID-19

Finanstilsynet har i nævnte pressemeddelelse anført, at Finanstilsynet generelt vurderer, at den første udmelding om udsteders forventninger til pågældende

Hørings svar

8. marts 2021

Dok. nr.:

FIDA-1775163869-687237-v1



(regnskabs)år vil være en oplysning, som skaber nye forventninger hos de potentielle investorer. De potentielle investorer forventes at reagere på denne oplysning, og derfor vil der være tale om intern viden.

Udkastet til vejledning indeholder ikke ovenstående vurdering.

Ændrede forventninger

Vejledningen indeholder eksempler på, hvornår nye finansielle mål er inden for tidligere offentliggjorte finansielle mål, og hvornår en udsteder ikke vil kunne opretholde de offentliggjorte finansielle mål. De eksempler, der fremgår af vejledningen, er i vid udstrækning de samme eksempler, som fremgår af gældende vejledning. Eksemplerne er meget simplificerede og giver derfor ikke meget vejledning. Finans Danmark er af den opfattelse, at eksemplerne i vejledningen med fordel kan gøres mere specifikke for dermed at give mere konkret vejledning. Her kan dommen vedrørende Pandora med fordel afspejles i vejledningen.

Endvidere mener Finans Danmark, at vejledningen også skal forholde sig til håndteringen af suspension af forventninger både på kort og langt sigt.

Med venlig hilsen

Kirsten Bederholm

Direkte: 29 70 82 81

Mail: khb@fida.dk

Høringsvar

8. marts 2021

Dok. nr.:

FIDA-1775163869-687237-v1



Til Finanstilsynet

København, 5. marts 2021

Sendt pr. e-mail til CHL@ftnet.dk

Høring over udkast til ændring af vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?

Nasdaq Copenhagen A/S ("Nasdaq") har modtaget ovennævnte udkast til vejledning i høring fra Finanstilsynet. Nasdaq sætter stor pris på muligheden for at blive hørt i forbindelse hermed. På den baggrund skal Nasdaq bemærke følgende:

Nasdaq finder det positivt, at Finanstilsynet foreslår at ændre den eksisterende vejledning om, hvornår oplysninger i en finansiell rapport kan udgøre intern viden. Vejledning nr. 9973/2017 skabte klarhed over Finanstilsynets holdning til visse spørgsmål i forhold til håndtering af udstedernes oplysningsforpligtelser, men der er fortsat ubesvarede spørgsmål.

Dette høringssvar beskriver nogle overordnede betragtninger om vejledningens anvendelsesområde, offentliggørelse af "nye" forventninger og eksemplerne om, hvornår en ændring er "indenfor" det tidligere udmeldte. Derudover gives mere detaljerede bemærkninger til udkastets tekst.

Vejledningens anvendelsesområde

Med den nuværende formulering af vejledningen, herunder 3. afsnit på side 1 samt 3. og 4. afsnit på side 2, redegøres for kravene til periodiske oplysninger for udstedere på regulerede markeder. Det stemmer overens med vejledningens henvisning til kravene om periodisk offentliggørelse i §§ 26 og 27 i lov om kapitalmarkeder, der gennemfører transparensdirektivet. For udstedere optaget til handel på et reguleret marked er kravene i regnskabslovgivningen endvidere i det væsentligste ensrettet, da sådanne udstedere pålægges årsregnskabslovens strengeste krav.

Udfordringen med at fastlægge, hvad der kan være intern viden i en finansiell rapport, gælder dog ikke alene for selskaber, der er optaget til handel på et reguleret marked, men også for selskaber, der er optaget til handel på en MHF eller et SMV-vækstmarked. For disse udstedere er udfordringen måske endda endnu større, fordi selskabernes størrelse og udviklingsstadium kan betyde, at mindre ændringer i de finansielle poster vil kunne udgøre intern viden.

For selskaber optaget til handel på en MHF eller et SMV-vækstmarked er det ikke reglerne i §§ 26-27 i lov om kapitalmarkeder, der medfører at finansielle rapporter skal offentliggøres. Kravet følger i stedet af markedspladsens regler. Samtidig skal selskaberne iagttage kravene i artikel 17 i markedsmisbrugsforordningen. For selskaber, der er optaget til handel på Nasdaq First North gælder det, at selskaberne skal offentliggøre deres finansielle rapporter i overensstemmelse med gældende regnskabslovgivning. For udstedere af aktier optaget til handel på First North Growth Market betyder det, at ca. 2/3 af selskaberne aflægger finansielle rapporter efter reglerne for regnskabsklasse B (med tilvalg af enkelte elementer fra regnskabsklasse C), hvor kravene til ledelsesberetningen og angivelse af finansielle forventninger afviger fra det, der gælder for selskaberne på det regulerede marked.

Nasdaq opfordrer derfor til, at det tydeliggøres, om vejledningen alene er rettet mod selskaber på det regulerede marked, eller om vejledningen også retter sig mod selskaber, der er optaget til handel på en

MHF eller et SMV-vækstmarked, og i så fald lader det afspejle i vejledningens øvrige tekst og eksempler.

Nasdaq opfordrer også til, at det tydeliggøres, om vejledningen alene retter sig mod udstedere af aktier eller også omfatter udstedere af obligationer og UCITS m.fl.

Offentliggørelsen af "nye" forventninger

Vejledningen forholder sig særligt til, hvornår en ændring af allerede udmeldte forventninger kan udgøre intern viden.

Vejledningen forholder sig dog ikke til, hvordan udstedere skal håndtere "nye forventninger", dvs. forventninger til det kommende regnskabsår, der offentliggøres for første gang.

I Finanstilsynets pressemeddelelse fra 3. august 2020 står der, at *"udstederens forventninger til pågældende (regnskabs)år vil være en oplysning, som skaber nye forventninger hos de potentielle investorer. De potentielle investorer forventes at reagere på denne oplysning, og derfor vil der være tale om intern viden."*

I Nasdaqs markedsovervågning ses det, at selskaberne som hovedregel offentliggør de nye forventninger til det kommende regnskabsår i ledelsesberetningen i årsrapporten for det foregående år, og ikke nødvendigvis som en særskilt meddelelse forud for offentliggørelse af årsrapporten (modsat ændringer til allerede udmeldte forventninger).

Det vil efter Nasdaqs opfattelse være hensigtsmæssigt, at vejledningen beskriver, hvordan udstederne skal håndtere nye forventninger for indeværende regnskabsår eller langsigtede forventninger i forhold til kravet om offentliggørelse af intern viden.

I Finanstilsynets afgørelse af 21. november 2018 om Gabriel Holding A/S gives selskabet en påtale for, hvad der ud fra det offentliggjorte resumé af afgørelsen kan læses som, ikke at have foranlediget, at der blev afholdt bestyrelsesmøde på et tidligere tidspunkt med henblik på stillingtagen til om forventningerne skulle ændres. Om end der her er tale om offentliggørelse af "nye" forventninger, opfordrer vi også til, at det tydeliggøres, hvordan retningslinjerne er for udstederens interne stillingtagen til nye forventninger inden for rammerne af artikel 17 i markedsmissbrugsforordningen.

Endelig vil det være hensigtsmæssigt, hvis vejledningen kan forholde sig til, om en udsteder skal offentliggøre og/eller indberette til OASM'en en årsrapport, der indeholder nye forventninger, der udgør intern viden, i kategorien "intern viden" og/eller som "årsrapport".

Hvornår er en ændring til en allerede udmeldt forventning "indenfor" det tidligere udmeldte?

Nasdaq finder det hensigtsmæssigt, at vejledningen indeholder nogle få eksempler, der illustrerer Finanstilsynets forventninger. De fleste af vejledningens eksempler illustrerer nogle situationer, hvor udsteder har guidet i et bestemt interval. Eksemplerne 1-4, 6, 8-10 vedrører alle situationer med et interval. Logikken i eksemplerne er den samme, dog med variation af om der er tale om % eller kr. og hvilken regnskabspost, der guides på.

Eksempel 5 angiver, at når udsteder har offentliggjort en forventning om et eksakt beløb, så er en afvigelse (fra 175 mio. kr. til 200 mio. kr.) herfra at betragte som "ikke-offentliggjort". Eksempel 7 viser, at en afvigelse i procentpoint på "lidt over" betragtes som "offentliggjort".

Det er Nasdaqs erfaring, at i visse situationer vælger udstedere at guide ved at beskrive forventningerne som "i samme niveau som sidste år", "et positivt resultat" eller tilsvarende. Nasdaq vurderer, at det vil kunne være hensigtsmæssigt med yderligere vejledning om, hvordan udsteder skal forholde

sig, hvis man har offentliggjort "nye" forventninger i et meget bredt interval (bredere end vejledningens eksempel 9). Der er en risiko for, at vejledningen giver incitament til at guide mindre præcist og på færre parametre, men dog stadig inden for regnskabslovgivningens krav.

Det samme gør sig gældende i de tilfælde, der ligger mellem eksemplerne 5 og 7. Det er udsteders vurdering, om afvigelsen i sig selv må forventes at kunne medføre en mærkbar påvirkning af kursen, men hvornår forventer Finanstilsynet, at udsteder betragter en afvigelse fra et specifikt beløb/procent-sats som "ikke-offentliggjort"?

Endelig efterspørges vejledning om, hvordan udsteder bør forholde sig i et tilfælde, hvor der alene er offentliggjort forventninger beskrevet med ord som fx "positivt resultat" i forhold til kriteriet "ikke-offentliggjort". Ligeledes kan det med fordel tydeliggøres, hvordan udsteder skal forholde sig, når udsteder har offentliggjort en "bred" forventning, der efterfølgende konkretiseres en smule, men dog stadig forekommer noget ukonkret i en efterfølgende udmelding.

Detaljerede bemærkninger til vejledningens tekst

Afsnit 2, side 2-3/12

Finanstilsynet skriver, at intern viden, der skal indgå i rapporteringen, overordnet set kan antage to former: Enkeltstående oplysninger eller begivenheder og sammenstillede oplysninger. Derefter følger sætningen: "Sammenstillede oplysninger er dog ikke intern viden". Beskrivelsen i afsnittet synes at indeholde to modstridende betragtninger og Nasdaq foreslår, at det præciseres.

Afsnit 2, side 4/12 øverst

Nasdaq finder, at beskrivelsen af kriteriet "specifik" i definitionen af intern viden fra EU-Domstolens afgørelse i Daimler vs. Gelltl-sagen er yderst relevant. Begrebet "en reel mulighed" er dog stadig vanskeligt at omsætte til en operationel praksis for udstedere og Nasdaq vurderer, at det kan være hensigtsmæssigt at uddybe fortolkningen af begrebet.

Afsnit 2.2, side 5/12

Vejledningen arbejder med begrebet "langsigtede forventninger". Nasdaq vurderer, at det med fordel kan tydeliggøres, hvad der forstås ved en "langsigtet forventning", herunder hvordan en udsteder skal forholde sig i forhold til kriteriet "ikke-offentliggjort", når en langsigtet forventning ændrer sig til en "kortsigtet" forventning.

Afsnit 3, side 9/12 øverst

I øverste afsnit på side 9/12 skriver Finanstilsynet, at det er afgørende, at undersøgelserne (af om der skal ændres ved forventningerne) reelt vil kunne ændre ledelsens umiddelbare vurdering. Skønnet har en grænse. Vejledningens eksempel 10 giver rum for, at bestyrelsen træffer en række strategiske beslutninger, som gør at det tidligere udmeldte, alligevel kan fastholdes. Det er uklart for Nasdaq, hvordan ledelsen kan udøve sit skøn i den sammenhæng, herunder hvordan det hænger sammen med, at strategiske beslutninger kan udgøre intern viden i sig selv.

Afsnit 5, side 10/12

Nasdaq finder, at udsteders mulighed for udsættelse af offentliggørelsen af intern viden er tydeligt beskrevet. Dog kunne der med fordel indsættes direkte links til enten Finanstilsynets EU-lovsamling eller til ESMA's hjemmeside (eller angives nummer på Guideline for nemmere fremsøgning).

Såfremt ovenstående giver anledning til spørgsmål eller bemærkninger, står Nasdaq naturligvis til rådighed.

Med venlig hilsen

Marcia Bossen Møller

Regulatory Compliance Specialist
Nasdaq Copenhagen

Jakob Kaule

Head of Surveillance
Nasdaq Copenhagen