

Finanstilsynet

Sendt til: slo@ftnet.dk

Den 12. juli 2022

## Høringssvar over udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

Vesterbrogade 32  
1620 København V

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

Dok.nr. D-2022-026800

Danske Advokater takker for muligheden for at afgive høringssvar. Dette høringssvar er udarbejdet i samarbejde med Danske Advokaters fagudvalg for kapitalmarkedsret.

### Generelle bemærkninger

#### *Til vejledningens s. 2*

Danske Advokater gør opmærksom på, at Markedsmisbrugsforordningens artikel 7(1) indeholder følgende to-delte formulering af "viden-kategorierne":

*"[...] viden, som [...] vedrører [i] en eller flere udstedere eller [ii] et eller flere finansielle instrumenter"*

Vejledningens pkt. 3 benytter i kursivteksten den gamle formulering fra værdipapirhandelsloven/kapitalmarkedsloven, dvs. fra før Markedsmisbrugsforordningens ikrafttræden:

*"Viden, der vedrører [i] udsteder, [ii] de finansielle instrumenter eller [iii] markedsforhold vedrørende disse".*

Danske Advokaters holdning er, at denne ekstra kategori bør slettes, da Markedsmisbrugsforordningens artikel 7(1) alene indeholder to kategorier af intern viden.

Til baggrund bemærkes, at selv om den gamle bestemmelse i dansk lovgivning umiddelbart opstillede tre kategorier, var der i realiteten alene to kategorier i form af viden om (i) udstedere af værdipapirer og (ii) om værdipapirer. Det fremgik således af forarbejderne (se Insiderbetænkning nr. 1216/1991, s. 26 f) til værdipapirhandelsloven, at nr. 3 - "viden om markedsforhold" - alene var tænkt som en præcisering af, at "viden om en tredjemands planer om at købe eller sælge en betydende post af et bestemt værdipapir kan karakteriseres som intern viden". Idet en sådan viden var og er omfattet af "viden om finansielle instrumenter", har der derfor

aldrig været tale om en kategori i sig selv, hvorfor Danske Advokater mener, at formuleringen forvirrer mere, end den gavner.

Danske Advokater bemærker ligeledes, at omtalen af "indirekte" vs. "direkte" viden kan være forvirrende/vildledende, al den stund, at virksomheden først kan (og skal) reagere, hvis den bliver bekendt med en evt. opsigelse. Ledelsesmedlemmet udgør i denne sammenhæng ikke "virksomheden" (dvs. udsteder), hvilket man måske kunne forledes til at tro. Denne bemærkning gør sig også gældende fsva. betragtningen på s. 5 i vejledningen.

### ***Til vejledningens s. 3 og 4***

Danske Advokater bemærker, at to af de tre eksempler angår bestyrelsesmedlemmer. Vi mener, at det i praksis er vigtigere med eksempler på direktionsmedlemmer og evt. nøglemedarbejdere. Vi anbefaler derfor Finanstilsynet, at overveje, at medtage at der kun undtagelsesvis vil kunne foreligge intern viden ved fratræden af medarbejdere udenfor direktionen (evt. bredere udmeldt "management group").

### ***Til vejledningens s. 4***

I afsnit tre "hvornår opstår intern viden" anføres "afskedigelse af bestyrelsen" som en af de tre typiske situationer, der er relevant at betragte ved ledelsesændringer. Danske Advokater gør opmærksom på, at hvis der (undtagelsesvist) er tale om afskedigelse af medarbejdere uden for direktionen (evt. management group) vil det ikke være bestyrelsen, som træffer beslutningen. Finanstilsynet bør overveje at slette "afskedigelse af bestyrelsen".

### ***Til vejledningens s. 9***

I tredje afsnit anføres:

*"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."*

Danske Advokater bemærker, at det for det første ikke er afgørende for, om der foreligger en udsættelsesadgang, om en udsættelse kan forbedre udsteders situation; det er kun afgørende om udfaldet kan blive påvirket af en offentliggørelse, mens forhandlingerne pågår. For det andet mener vi, at Finanstilsynet ser for snævert på denne problematik: det vil være i selskabets interesse at kunne træffe foranstaltninger, som skal afværge den uro, som en opsigelse kan medføre. Danske Advokater bemærker, at Finanstilsynet selv synes at anerkende dette i afgørelse af 12. oktober 2020 (Flügger Group).

I afsnit fire anføres det, at bestyrelsens beslutning om at gennemføre afskedigelse af et direktionsmedlem kun sjældent kan begrunde en udsættelse. Dette er måske rigtigt, men bestyrelsen skal – selvsagt, og uanset om det måtte være blevet statueret intern viden – have tilstrækkelig tid til at foretage en grundig og saglig vurdering af, om en

mulig afskedigelse rent faktisk skal gennemføres eller ej. Kapitalmarksreglernes krav om offentliggørelse hurtigst muligt må ikke fratage bestyrelsen dens ret og pligt til at træffe beslutninger på et oplyst grundlag – her mener vi, at kravet om offentliggørelse ”hurtigst muligt” må vige.

I afsnit 5 omtales kort et par situationer, hvor en udsættelse af offentliggørelse af intern viden sandsynligvis vil vildlede offentligheden. Danske Advokater gør opmærksom på, at det kan være meget vanskeligt at vurdere, hvilke signaler der kan gøre en ledelsesændring vildledende. Som et eksempel, kan vi stille spørgsmålet: Hvis en formand har udtalt støtte til direktionen, vil det så medføre, at en senere afskedigelse er vildledende?

#### ***Til vejledningens s. 12, Eksempel 4.4 – Ansættelse af ledende forsker***

Danske Advokater anbefaler, at det præciseres, at eksemplet vedrører en mindre medicinalvirksomhed ligesom eksempel 3.3. For større medicinalvirksomheder må det derimod antages at have formodningen imod sig, at en ansættelse af en ledende forsker vil udgøre intern viden.

#### **Afsluttende bemærkninger**

Danske Advokater takker for muligheden for at afgive hørings svar, og vi står altid gerne til rådighed for uddybende spørgsmål eller dialog.

Med venlig hilsen

Nikoline Sneholt  
Juridisk konsulent  
Danske Advokater

Finanstilsynet  
Århusgade 110  
2100 København Ø

Att.: Sarah Louise Jensen

Den 05. august 2022

## Høring af udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

Dansk Erhverv har d. 21. juni 2022 modtaget ”udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer” i høring, som vi har følgende bemærkninger til.

### Generelle bemærkninger

Dansk Erhverv sætter pris på, at Finanstilsynet i videst muligt omfang forsøger at vejlede udstederne på et vanskeligt område. Ledelsesændringer kan i sagens natur være yderst sensitive, da de handler om personer. Ved vurderingen af om reglerne er overholdt, er det derfor vigtigt, at fortolkningen af MAR ikke bliver for restriktiv. Udstederne bør gives rimeligere og mere fleksible rammer for håndteringen af ledelsesændringer end hvad der gælder ved f.eks. offentliggørelsen af en potentiel kurspåvirkende kontrakt.

### Specifikke bemærkninger

Side 2, punkt 1. Teksten henviser formentlig til den situation, hvor beslutningen træffes af udsteder. Hvis beslutningen træffes af direktøren og meddeles ved en opsigelse til udsteder, er det vel kundskabstidspunktet for udsteder, som er afgørende. Det samme må gælde, hvis et bestyrelsesmedlem, f.eks. formanden, ønsker at udtræde. Disse eksempler kunne tilføjes og forklare sammenhængen med side 2 punkt 3.

Side 2, punkt 2. Teksten henviser kun til direktionsmedlemmer. Det må vel antages, at valgperioder på f.eks. et år for bestyrelsesmedlemmer ikke er relevant, da der må være en forventning om genvalg. Det vanskelige spørgsmål for bestyrelsesmedlemmer er vel tilfælde, hvor f.eks. bestyrelsesformanden nærmer sig den i ”Anbefalinger for god selskabsledelse” anbefalede 12 års grænse, og bestyrelsen i god tid forinden begynder at lede efter en ny formand.

Side 3, eksempel 2.1. Det anføres, at den administrerende direktør og bestyrelsesformand ”som udgangspunkt altid” vil opfylde kriterierne, og at oplysningerne ”må derfor antages” at være egnede. Det er muligt, at det ”ofte” eller ”typisk” vil være tilfældet, men der skal vel altid gennemføres en konkret vurdering af, om betingelserne er opfyldt. Hvis det er ”udgangspunktet”, vil der blive introduceret en omvendt bevisbyrde for udstederne, hvilket ikke har hjemmel i MAR. Det anbefales derfor, at der f.eks. anføres ”ofte”/”typisk” i stedet for ”som udgangspunkt altid” og ”kan” i stedet for ”må”.

Side 4, punkt 3. Hele punktet henviser kun til direktionsændringer, men bør vel også beskrive bestyrelsesændringer.

Side 4, punkt 3, indledningen. Der kunne vel også være tale om andre typer af typiske direktionsændringer såsom ændring af to (eller flere) direktørers ressortområder, sygdom/orlov/interimsdirektør, udnævnelse af Co-CEO (dvs. delt direktør-hverv fremadrettet) eller vice-CEO.

Side 6, eksempel 3.1. I eksemplet anføres det, at "I vurderingen af ....". Hvad er tilsynets vurdering af muligheden for at udsætte offentliggørelsen i det konkrete eksempel?

Side 6, eksempel 3.1. I eksemplet anføres det, at "Den interne viden vil opstå ...". Det bør for fuldstændighedens skyld tilføjes, hvornår en insider liste bør oprettes, og hvornår offentliggørelse er rettidig.

Side 9, 3. afsnit. Afsnittet behandler fratrædelsesaftaler. Vi er enige i, at forhandling af fratrædelsesaftaler ikke automatisk kan udsætte offentliggørelse. Men vi er ikke enige, at det kun i "sjældne" tilfælde vil udgøre en legitim udsættelsesadgang. Direktørkontrakter kan være mere eller mindre specifikke ift. håndteringen af fratrædelser/opsigelser. Der kan f.eks. være tvivl om opsigelsesperiode/mulighed for at fastholde direktøren i tjenesten og dermed muligheden for at undgå et "tomt sæde". En offentliggørelse kan også medføre, at forhandlingerne af fratrædelsesaftalen sker i medierne i stedet for konfidentielt. Endelig er det rette kriterium udelukkende det bredere "skade udsteders legitime interesser" end blot "skade på fratrædelsesforhandlingerne".

Side 9, 4. afsnit. Det anføres, at en bestyrelsesbeslutning "som udgangspunkt" ikke kan begrunde udsættelse. Det er vi ikke enige i. I praksis vil bestyrelsen i langt de fleste tilfælde været involveret i drøftelserne om afskedigelse af en direktør - både den administrerende og en af de evt. øvrige direktører. Dette er ligeledes reflekteret i Selskabslovens §111, stk. 1, nr. 1, hvorefter bestyrelsen skal ansætte en direktion til at forestå den daglige ledelse bestående af en eller flere personer, og § 115 (inkl. nr. 4), hvorefter bestyrelsen skal sikre en forsvarlig organisation af kapital-selskabets virksomhed og påse, at direktionen udøver sit hverv på en behørig måde og efter bestyrelsens retningslinjer. Vi er heller ikke enige i, at bestyrelsen agerer uden forankring i organisationen og ikke får et beslutningsoplæg fra direktionen. Der kan ofte blive fremlagt skriftlige eller mundtlige beslutningsoplæg fra f.eks. den administrerende direktør, fra lederen af personaleafdelingen, fra juridisk afdeling eller fra bestyrelsessekretæren, der efterfølgende skal foretage en række yderligere undersøgelser/drøftelser. Endelig må det vel også være en forudsætning, at bestyrelsen kan nå at orientere den pågældende direktør om afskedigelsen, inden beslutningen om afskedigelse offentliggøres. Afsnittet bør derfor omformuleres under hensyntagen til ovenstående.

Med venlig hilsen,

**Sven Petersen**  
Erhvervsjuridisk fagchef

Finanstilsynet  
Jeres sagsnummer 21-017057  
Att: Sarah Louise Jensen  
Sendt til [slo@ftnet.dk](mailto:slo@ftnet.dk)

Dansk Industri  
Confederation of Danish Industry

## Høringssvar til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

DI takker for muligheden for at komme med nedenstående input til udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer, som er udarbejdet efter input fra DI-medlemmer, der er børsnoterede.

### Ad pkt. 2.3

Finanstilsynet anfører: *"Eksempelvis vil intern viden om en direktørs opsigelse i første omgang være indirekte, da begivenheden ligger udenfor udstederens kontrol."*

Ifølge DI må det afgørende for, om der er tale om indirekte intern viden, være, om selskabet er i besiddelse af den interne viden eller ej. Vi foreslår, at teksten ændres til:

*"Hvis en direktør beslutter sig for at opsig sin stilling i selskabet, da vil dette udgøre indirekte intern viden om selskabet, indtil direktøren kommunikerer sin beslutning til selskabet."*

### Ad pkt. 3

Afsnittet, herunder de angivne eksempler, vedrører alene ledelsesændringer i form af udskiftninger i direktionen. Henset til at Finanstilsynet også typisk vil anse et formandsskifte for at udgøre intern viden, vil det være hensigtsmæssigt at medtage et eksempel herpå og brede den indledende tekst lidt ud, så den også kan rumme sådanne bestyrelsesændringer.

### Ad eksempel 3.1

Det anføres i vejledningen, at *"...den administrerende direktørs opsigelse udgør direkte intern viden"*.

Det er DI's vurdering, at opsigelsen først foreligger, når direktøren har meddelt dette til bestyrelsen (evt. repræsenteret ved bestyrelsens formand) i overensstemmelse med formkravene i ansættelseskontrakten.

Pointen i vejledningen bør vel være, at direktørens overvejelser om eventuelt at opsig sin stilling kan udgøre direkte intern viden, når direktøren har kommunikeret dette, med en vis fasthed, til selskabet. Dette foreslås præciseret i vejledningen.

### Ad eksempel 3.2

Det er ikke realistisk, at samtlige bestyrelsesmedlemmer, herunder medarbejdervalgte medlemmer, forud for bestyrelsesmødet har besluttet at afskedige direktøren. I så fald er der jo ikke behov for en efterfølgende bestyrelsesdrøftelse heraf. Det er mere realistisk, hvis udvalgte bestyrelsesmedlemmer (f.eks. bestyrelsens nomineringskomite) forud for bestyrelsesmødet har drøftet en afskedigelse af direktøren og på selve mødet præsenterer en anbefaling til den samlede bestyrelse herom.

#### Ad pkt. 4.1

Det anføres, at forhandling om indgåelse af en fratrædelsesaftale sjældent kan betinge en udsættelse af offentliggørelsen. Det vil være hensigtsmæssigt, hvis tilsynet i vejledningen indikerede, hvornår en udsættelse eventuelt kan komme på tale. Et eksempel kunne f.eks. være, at direktøren opsiger sin stilling, men bestyrelsen ønsker at udskyde vedkommendes fratrædelsestidspunkt udover det varsel, som følger af kontrakten.

Det anføres også, at beslutninger om afskedigelse af et direktionsmedlem som udgangspunkt ikke kan begrunde en udsættelse af offentliggørelsen, fordi bestyrelsen ...*agerer uden væsentlig forankring i organisationen*". Det er DI's vurdering, at udsagnet alene er dækkende for selskabets administrerende direktør. For øvrige medlemmer af direktionen er det almindeligvis sådan, at de, skønt ansættelse og afskedigelse ultimativt er forankret hos bestyrelsen, i det daglige rapporterer til den administrerende direktør. Den administrerende direktør vil derfor også forestå ansættelses- og afskedigelsesprocesser af øvrige direktionsmedlemmer. Det almindelige scenarie vil derfor være, at den administrerende direktør præsenterer en indstilling herom til bestyrelsens godkendelse (evt. med forudgående dialog med bestyrelsens nomineringskomite). I disse situationer kan der efter DI's vurdering efter omstændighederne opstå intern viden inden bestyrelsesmødet, hvor offentliggørelsen må kunne udsættes.

Tilsvarende gælder, at et børsnoteret selskabs bestyrelse i forbindelse med ledelsesændringer ofte vil agere via bestyrelsens nomineringsudvalg i overensstemmelse med anbefalingerne for god selskabsledelse. Det er DI's vurdering, at en indstilling fra nomineringsudvalget om at afskedige en direktør i visse tilfælde kan udgøre intern viden, hvor offentliggørelsen kan udsættes indtil den samlede bestyrelse har truffet beslutning.

#### Ad eksempel 4.1

DI har ikke bemærkninger til eksempel 4.1. Eksemplet vedrører dog den lidt specielle situation, hvor en direktør *"holder sin opsigelse tilbage"* med henvisning til ønsket om at sikre et generationsskifte.

En nok mere almindeligt forekommende situation er, at direktøren overvejer sine karrieremuligheder og anser det for rigtigst at involvere sin bestyrelsesformand i disse overvejelser, inden vedkommende har besluttet sig. I denne situation må selskabet løbende vurdere, om direktørens overvejelser har en sådan karakter, at det med rimelighed kan forventes, at direktøren vil opsiges sin stilling. Er det tilfældet, er der opstået intern viden, som må kunne udsættes med henvisning til, at der endnu ikke foreligger en opsigelse fra direktørens side, da det i sagens natur vil være skadeligt for

selskabet at melde en potentiel opsigelse ud, som efterfølgende ikke følges op med en opsigelse fra direktørens side. DI vil foreslå, at dette eksempel også medtages i vejledningen, da man ellers kunne læse vejledningen derhen, at retten til udsættelse forudsætter, at selskabet sideløbende arbejder på at få et generationsskifte på plads.

#### Ad 4.2

DI har umiddelbart vanskeligt ved at se scenarier, hvor der kan opstå vildledning.

Markedet kan ikke generelt have forventninger til, hvor længe en direktør er direktør, også selv om direktøren f.eks. selv måtte have indikeret, at vedkommende ”regner med at blive til pensionsalderen”.

Eneste praktiske eksempel kan måske være, at der har været spekulationer i markedet om, hvorvidt en direktør er på vej væk, og selskabet herefter har valgt at kommunikere offentligt, at det ikke er tilfældet.

#### Ad eksempel 4.3

I forlængelse af kommentaren ovenfor er eksemplet med den uformelle afskedigelse inden bestyrelsesmødet næppe praktisk relevant. DI har i øvrigt den holdning, at det må være muligt at udsætte offentliggørelsen med henvisning til, at der pågår drøftelser om, at direktøren skal stå til rådighed i en længere periode, idet det herved synes forudsat, at perioden rækker ud over det varsel, som følger af direktørkontrakten.

Med venlig hilsen

Lars Frolov-Hammer  
Seniorchefkonsulent



5. august 2022

Finanstilsynet  
Att.: Sara Louise Jensen  
slo@ftnet.dk

## Høring over udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

Nasdaq Copenhagen A/S (Nasdaq) har modtaget ovennævnte udkast til vejledning i høring. Nasdaq er positiv over for, at Finanstilsynet har sendt opdateret udkast i høring baseret på det udkast, der oprindeligt blev sendt i høring i 2018. Nasdaq har også bemærket, at dele af de indkomne høringssvar er reflekteret i det nye udkast der blev sendt i høring den 21. juni 2022.

Nasdaq sætter pris på hermed at få mulighed for at fremkomme med bemærkninger.

### Generelle bemærkninger til udkastet til vejledning

Udkastet til vejledning vedrører "ledelsesændringer", men det er ikke nærmere angivet, hvad begrebet "ledelse" omfatter. Nasdaq antager, at bestyrelse og registreret direktion er omfattet, men det er ikke klart, om andre fra selskabets ledelse er omfattet. I forlængelse af dette bemærker Nasdaq også, at de problematikker som vejledningen beskriver i forhold til vurderingen af, om en opsigelse eller ansættelse udgør intern viden, ikke kun knytter sig til ledelsen, men også kan knytte sig til andre særligt vigtige medarbejdere uden ledelsesansvar. Det kan ligeledes være relevant at overveje for personer, der i et prospekt er angivet som nøglemedarbejdere og som fremgår i risikoafsnittet, uanset virksomhedens størrelse. Det er uklart, om der hentydes hertil, når Finanstilsynet i eksempel 3.3 konstaterer: *"Ansættelsen af en medarbejder, der er særligt vigtig for virksomheden og virksomhedens fremtidige forretning, udgør intern viden."*

På baggrund af løbende dialog med selskaber, der er i tvivl om hvordan en ledelsesændring skal håndteres, er det Nasdaqs indtryk, at det er vanskeligt for udstederne at afgøre, om en potentiel ledelsesændring vil udgøre intern viden, og dernæst kan der være tvivl om, hvornår den interne viden i så fald opstår og endelig, hvornår selskabets oplysningsforpligtelse indtræder. Det er Nasdaqs indtryk, at tvivlen blandt selskaberne ofte vedrører ændringer i direktionen, og om disse udgør intern viden, og hvornår de i så fald skal offentliggøres.

Vejledningen indeholder ét eksempel om direktion og bestyrelse, der viser om en ændring kan være intern viden, samt to eksempler, der kun vedrører bestyrelsen. De resterende eksempler i vejledningen omhandler tidspunktet for offentliggørelse og forudsætter, at der er tale om intern viden.

Finanstilsynet nævner nogle elementer, der kan indgå i vurderingerne, men ikke hvad

der efter Finanstilsynets opfattelse trækker i retning af, at der er tale om intern viden, og hvad der trækker i modsatte retning. Det er heller ikke klart, hvorfor Finanstilsynet i eksempel 2.1, 2.2 og 2.3 konkluderer, at en fornuftig investor vil lægge vægt på oplysningen, eller hvorfor ændringen ikke vil være egnet til at påvirke kursen. Overvejelserne bag konklusionerne kan være brugbare for at understøtte udstedernes konkrete vurderinger.

Udkastet til vejledning indeholder flere afsnit, hvor der ikke er taget højde for, at kapitel 5 i kapitalmarkedsloven ikke finder anvendelse på selskaber, der har finansielle instrumenter optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet (som eksempelvis First North Growth Market og First North Bond Market). Derfor gælder forpligtelsen til at foretage indberetning til OAM ikke for disse selskaber, når der er tale om intern viden, ligesom kravet om ikke-diskriminerende distribution ikke er hjemlet i kapitalmarkedsloven, men alene i markedsmisbrugsforordningen og i den relevante delegerede forordning.

Nasdaq mener, at det er positivt, at udkastet til vejledning gør opmærksom på, at den enkelte markedsplads kan have oplysningsforpligtelser om ledelsesændringer i tillæg til kravet om offentliggørelse af intern viden. Nasdaqs krav om offentliggørelse af ledelsesændringer er bredere og omfatter primært den anmeldte direktion, CFO og alle medlemmer af bestyrelsen. Oplysningsforpligtelserne i Nasdaqs regler finder dog kun anvendelse, hvis der ikke er tale om intern viden, hvor reglerne derom finder anvendelse. Henvisningerne til Nasdaqs forskellige regelsæt bør dog ajourføres og indeholde henvisning til de gældende regler for selskaber, der har aktier optaget til handel. Se fodnote<sup>1</sup>. Der er tilsvarende krav i Nasdaqs regler for udstedere af obligationer, UCITS-andele m.fl.

Der er nogle scenarier, som vejledningen ikke ses at adressere, men hvor Nasdaq gerne hører Finanstilsynets overvejelser:

1. Udsteders CEO (CEO 1) har uformelt tilkendegivet et ønske om at fratræde til bestyrelsen i udsteder. Bestyrelsen søger efter og ansætter en ny CEO (CEO 2). Derefter indleverer CEO 1 sin formelle opsigelse til bestyrelsen. CEO 2 har underskrevet sin ansættelsesaftale med udsteder, og alle vilkår er på plads. Herefter er udsteder forpligtet til at offentliggøre opsigelsen og ansættelsen. CEO 2 har imidlertid endnu ikke nået at indlevere sin opsigelse til sin tidligere arbejdsgiver, hvilket betyder at offentliggørelse af CEO 2's navn vil betyde, at CEO 2 ikke når at give besked til sin tidligere arbejdsgiver, før der er offentliggjort en selskabsmeddelelse. Tilsvarende kan den præcise fratrædelsesdato for CEO 1 og tiltrædelsesdato for CEO 2 afhænge af CEO 2's fratrædelsesforhandlinger med sin tidligere arbejdsgiver. Forventer Finanstilsynet, at udsteder i den situation offentliggør én meddelelse om, at der er ansat en unavngiven CEO (og at CEO 1 stopper), hvorefter der følges op med en meddelelse med navnet på CEO 2, tiltrædelsesdato mv?
2. En bestyrelse beslutter at afskedige udsteders nuværende CEO og giver den

---

<sup>1</sup> For Nasdaq Copenhagen Main Market (det regulerede marked): "Nasdaq Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares" og for First North Growth Market Denmark (MHF, SMV-vækstmarked): "Nasdaq First North Growth Market Rulebook for Issuers of Shares". Gældende regelsæt kan findes på <https://www.nasdaq.com/solutions/european-rules-and-regulations>

nuværende CEO besked herom. Herefter skal fratrædelsesvilkårene forhandles, hvilket kan omfatte datoen for den nuværende CEO's fratræden, om CEO fritstilles i opsigelsesperioden m.v. Finanstilsynet indikerer i sine eksempler, at forhandling af fratrædelsesaftaler ikke udgør en legitim interesse for udsættelse af offentliggørelsen af den interne viden om ledelsesændringen. Det må dog lægges til grund, at en fornuftig investor vil lægge vægt på, hvornår den nuværende CEO ikke længere indgår i selskabets ledelse, hvorfor dette i sig selv må kunne udgøre intern viden. Hvordan skal en udsteder håndtere denne situation?

3. En CEO fratræder (enten ved afskedigelse eller på eget initiativ), og udsteder har meddelt markedet, at dette sker "senest den 31/12". Hvis CEO'en fritstilles eller stopper eksempelvis den 31/10 og derfor ikke længere er en del af ledelsen og ej heller har sin gang hos udsteder, så er det allerede oplyst til markedet, at direktøren fratræder senest den 31/12, og eftersom den 31/10 ligger før den 31/12, er der så tale om en allerede offentliggjort oplysning, eller udløser det en selvstændig oplysningsforpligtelse?
4. Hvornår bør en udsteder offentliggøre oplysning om, at en bestyrelsesformand har besluttet ikke at genopstille til næste generalforsamling?

#### Bemærkninger til specifikke dele af udkastet til vejledning

I Finanstilsynets gennemgang af kriterierne for intern viden på side 2, er det under punkt 1 om "Specifik viden" anført, at oplysninger om en ledelsesændring kan være specifikke, hvis beslutningen reelt er truffet, eller om det med rimelighed må forventes, at den vil blive truffet, og der samtidig kan drages en konklusion om ledelsesændringens indvirkning på kursen.

Nasdaq vurderer, at udkastets forkortede gengivelse af, hvornår oplysninger kan være specifikke, kan give anledning til unødigt forvirring og eventuelt en fejlagtig sammenblanding af specifik-kriteriet og mærkbarhedskriteriet. Det er blevet misforstået til at betyde, at jo mere væsentlig og jo større mærkbarhedseffekt, der forventes, jo mindre skal der til for, at oplysningen er specifik<sup>2</sup>. Derimod kan det måske lidt simpelt anføres, at oplysninger kun kan være specifikke, hvis det er muligt at foretage en uafhængig vurdering i henhold til mærkbarhedskriteriet. Nasdaq foreslår, at Finanstilsynet tydeliggør dette.

Nasdaq vil opfordre Finanstilsynet til at genoverveje vurderingen i eksempel 2.2 på side 4, der omhandler intern rokade i bestyrelsen. Finanstilsynets skriver i eksempel 2.1, at ændringer i den øverste ledelse, i eksemplet angivet som den administrerende direktør og bestyrelsesformand "*som udgangspunkt altid vil opfylde kriterierne for at udgøre intern viden*", fordi oplysningen må antages at være egnet til at kunne påvirke kursen.

I eksempel 2.2 på side 4 vurderes det, at den interne rokering, hvorved selskabet får ny bestyrelsesformand, ikke antages at være egnet til at kunne påvirke kursen. Hvis man sammenholder eksempel 2.1 og 2.2, så er det uklart, om vurderingen af, om der er tale om intern viden, når et selskab får ny bestyrelsesformand, knytter sig til selve hvervet som bestyrelsesformand, hvilket indikeres med Finanstilsynets vurdering i eksempel

---

<sup>2</sup> Denne opfattelse er afvist af EU-Domstolen i Daimler vs. Geltl-afgørelsen (EU-domstolens udtalelse af 28. juni 2012, jf. C 19/11) der også allerede er beskrevet på Finanstilsynets hjemmeside.

2.1, eller om vurderingen knytter sig til, at der er tale om en bestemt person, som enten er ny eller ikke ny i selskabets bestyrelse, som det konkluderes i eksempel 2.2.

Eksempel 3.1 på side 5 beskriver en situation, hvor en direktør nævner for bestyrelsesformanden, at direktøren muligvis ønsker at fratræde sin stilling. På et tidspunkt bliver to øvrige medarbejdere inddraget i direktørens overvejelser. Eksemplet angiver, at den interne viden må være specifik på det tidspunkt, hvor de to øvrige medarbejdere inddrages, fordi det med rimelig måtte forventes, at direktøren ville opsig sin stilling på det tidspunkt (primo september). Eksemplet angiver også, at den interne viden vil opstå, når bestyrelsesformanden med rimelighed må forvente, at direktøren vil vælge at fratræde sin stilling, hvilket i eksemplet kan være mellem august og september. Det må derfor forstås således, at den interne viden kan være opstået i tidsrummet fra august til primo september. Eksemplet angiver således et "senest"-tidspunkt, men eksemplet er uklart og giver ikke megen vejledning i, hvilke elementer, der kunne indgå i vurderingen af, om den interne viden er opstået allerede i perioden august til primo september.

I afsnit 3, nederst på side 10, er det anført, at betingelsen om at udsteder skal kunne holde oplysningerne fortrolige ved en udsættelse af offentliggørelsen, hænger sammen med forbuddet mod uberettiget videregivelse af intern viden i artikel 14, litra c. Nasdaq foreslår, at Finanstilsynet også henviser til artikel 17, stk. 7, der direkte vedrører et brud på betingelsen om fortrolighed i artikel 17, stk. 4, litra c, og som, uanset kilden til den manglende fortrolighed, anviser selskabets handlepligt i det tilfælde. I samme afsnit henvises til artikel 18 om insiderlister, og i den forbindelse bør det fremgå, at udstedere med finansielle instrumenter optaget til handel på et SMV-vækstmarked ikke er forpligtede til at udarbejde "hændelsesbaserede" insiderlister, jf. artikel 18, stk. 6.

I eksempel 4.1 på side 11 skriver Finanstilsynet, at udstederen har mulighed for at udsætte offentliggørelsen af den interne viden om, at direktøren har til hensigt at opsig sin stilling, når en afløser er fundet. Som begrundelse for at udsættelsen er legitim skriver Finanstilsynet: *"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."*

Kravet om specifik viden fortolkes på en måde, der betyder, at det på klassifikationstidspunkt typisk vil være en mulighed at en begivenhed ikke indtræder. Efter realitetsgrundsætningen ikke længere er en del af dansk ret, er udgangspunktet, at udstedere er forpligtet til, hurtigst muligt, at offentliggøre oplysninger om forhold, der kan/ikke kan forventes at indtræde. I eksemplet angives det, at henset til, at direktøren kan skifte mening, så vil det kunne være skadeligt for udstederen. Menes der herved generelt, at det har indflydelse på vurderingen af, om der foreligger en legitim interesse, at der er mulighed for, at en begivenhed ikke indtræffer, hvis det at begivenheden ikke indtræder, stiller udsteder i et dårligt lys eller på anden måde er u hensigtsmæssigt?

Endelig foreslår Nasdaq, at afsnit 5 på side 13 indledes med en kort konstatering af, at intern viden om ledelsesændringer skal offentliggøres på samme måde som al anden

intern viden for at simplificere fremstillingen og tydeliggøre, at udstedere kan følge deres sædvanlige praksis, hvis denne ellers generelt er i overensstemmelse med kravene.

Nasdaq vurderer også, at udstedere bør have indarbejdet i deres interne procedurer, hvordan udsteder vil overholde sine forpligtelser og sikre håndtering af offentliggørelse til markedet, hvis de dele af selskabets organisation, der typisk forestår den praktiske håndtering ikke er involveret i den konkrete proces, herunder håndtering af udsættelse af offentliggørelse. Det kan eksempelvis være tilfældet, hvor den interne viden alene er bestyrelsen bekendt og hvor bestyrelsen normalt ikke er involveret i den praktiske håndtering af oplysningsforpligtelserne for udsteder.

---

Nasdaq står naturligvis til rådighed for uddybning af ovenstående.

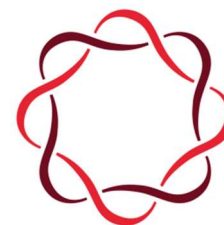
Med venlig hilsen

Jakob Kaule  
Head of Surveillance

Marcia Bossen Møller  
Surveillance

Finanstilsynet  
Strandgade 29  
1401 København K  
Att.: Sarah Louise Jensen

Sendt til slo@ftnet.dk



---

**FINANS  
DANMARK**

12. august 2022  
FIDA-1344658213-688290

## Hørings svar til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

Finans Danmark har følgende specifikke kommentarer til udkast til vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer.

Af vejledningens underoverskrift fremgår det, at vejledningen vedrører "ledelsesændringer i et udstederselskab optaget til handel på et reguleret marked eller en MHF". Markedsmisbrugsforordningen anvender udtrykket "udsteder", som er defineret i Markedsmisbrugsforordningen art 3, nr. 21. Finans Danmark foreslår, at "udstederselskab" ændres, så det er i overensstemmelse med ordlyden i Markedsmisbrugsforordningen. Det kunne for eksempel ændres til "udstederselskab, som har finansielle instrumenter optaget til handel på et reguleret marked eller en MHF".

Af vejledningens side 3 fremgår det, at det er 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. Samtidig fremgår det af vejledningens eksempel 2.1, at 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.

Finans Danmark er enig i betragtningen om, at der kan være forskel afhængig af om der er tale om aktier eller obligationer, hvilket også fremgår af vores høringssvar fra 2018. Finanstilsynet har ved tidligere lejlighed givet udtryk for, at en ændring i ledelsen i et realkreditinstitut som udgangspunktet ikke er en oplysning, der påvirker vurderingen af realkreditobligationer. Finans Danmark opfordrer til, at det tydeligt fremgår af vejledningen, at det typisk ikke vil påvirke kursen på realkreditobligationer, hvis der sker ledelsesændringer i et realkreditinstitut.

Af eksempel 3.1 fremgår det af sidste afsnit, "... 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". Finans Danmark forstår eksemplet således, at det er inddragelsen af de to medarbejdere, der kan være afgørende for statuering af intern viden. Vi foreslår derfor at dele "kassen" under tidslinjen, som fremgår under "primo september", op i to, så det sidste punktum, der vedrører inddragelse af to medarbejdere, får en selvstændig kasse.

Det fremgår i slutningen af eksempel 4.3, at udsteder ikke kan udsætte offentliggørelse af den interne viden om direktørens afskedigelse, og bestyrelsen hurtigst muligt efter den interne viden er opstået, skal træffe beslutning om afskedigelsen og offentliggøre intern viden. Vi forstår eksemplet således, at den interne viden opstår på det ekstraordinære bestyrelsesmøde, hvor beslutningen om afskedigelsen træffes, og umiddelbart herefter skal den interne viden offentliggøres, og således ikke på tidspunktet for bestyrelsesmedlemmernes uformelle støtte til afskedigelsen.

12. august 2022

FIDA-1344658213-688290

Med venlig hilsen

**Kirsten H. Bederholm**

Direkte: 29 70 82 81

Mail: khb@fida.dk

