

2020/2021

# Temaundersøgelse om aktietilbagekøbsprogrammer

## Indholdsfortegnelse

### Indhold

1 Temaundersøgelse om tilbagekøbsprogrammer .....	3
1.1 Hvorfor har vi et safe harbour-regime for aktietilbagekøbsprogrammer? .....	3
1.2 Hvilke betingelser skal udsteder opfylde for at være omfattet af safe harbour-regimet? .....	4
1.3 Antal tilbagekøbsprogrammer med fejl i .....	5
1.4 Hvad skal udstederne have særligt fokus på? .....	5
1.4.1 Særlig fokus ved antagelse af en lead manager .....	5
1.5 Temaundersøgelsens afgrænsning.....	6
1.6 Observationer .....	6
1.6.1 Auktionsfaserne .....	6
1.6.2 Kursreglerne.....	8

## 1 Temaundersøgelse om tilbagekøbsprogrammer

Finanstilsynet har gennemført en indledende temaundersøgelse, der har til formål at klarlægge udstedernes brug af det såkaldte safe harbour-regime for tilbagekøbsprogrammer i artikel 5 i markedsmisbrugsforordningen<sup>1</sup>. Finanstilsynet konstaterer, at der er væsentlige mangler i eksekveringen af tilbagekøbsprogrammer.

Finanstilsynet undersøgte i december 2020 tilbagekøbsprogrammer offentliggjort af udstedere på C25-indekset i perioden fra den 1. november 2019 til den 1. november 2020. 15 udstedere havde i perioden iværksat et tilbagekøbsprogram efter safe harbour-regimet<sup>2</sup> i markedsmisbrugsforordningen.

Gennemgangen af tilbagekøbsprogrammerne viser, at de fleste tilbagekøbsprogrammer er behæftet med overtrædelser, som ekskluderer dem fra safe harbour-regimet. For visse af ustederne er de observerede overtrædelser forbundet med mulige overtrædelser af artikel 14 og 15 i markedsmisbrugsforordningen.

Finanstilsynet vurderer samlet, at ustederne ikke afsætter ressourcer nok til at sikre sig, at de offentliggjorte tilbagekøbsprogrammer overholder de begrænsninger og betingelser, som kræves for at være omfattet af beskyttelsen. Finanstilsynet forventer, at ustederne sætter større fokus på området og får afsat tilstrækkelige ressourcer til at leve op til reglerne.

På baggrund af denne indledende undersøgelse forventer Finanstilsynet at igangsætte en opfølgende analyse i 2021.

### 1.1 Hvorfor har vi et safe harbour-regime for aktietilbagekøbsprogrammer?

Handel med egne aktier er som udgangspunkt lovligt. Ved handel med egne aktier finder artikel 14 og 15 i markedsmisbrugsforordningen anvendelse. Artiklerne indeholder forbud mod insiderhandel og forbud mod markedsmanipulation. Handel med egne aktier kan ved tilbagekøbsprogrammet undtages forbuddet i artikel 14 og 15 i markedsmisbrugsforordningen, forudsat at aktiviteterne finder sted med den nødvendige gennemsigtighed, hvor relevante oplysninger om tilbagekøbsprogrammet videregives. Usteders formål med et tilbagekøb kan være a) at reducere en usteders kapital, b) at opfylde forpligtelser som følge af finansielle gældsinstrumenter, der kan konverteres til egenkapitalinstrumenter, eller c) at opfylde forpligtelser som følge af aktieoptionsprogrammer eller andre aktietildelinger til ustederens eller et dermed forbundet selskabs ansatte eller til medlemmer af deres administrative ledelses- eller tilsynsorganer.

---

<sup>1</sup> Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014

<sup>2</sup> Ved "Safe harbour-regimet" forstås et regime, hvor artikel 14 og 15 i markedsmisbrugsforordningen ikke finder anvendelse.

## 1.2 Hvilke betingelser skal udsteder opfylde for at være omfattet af safe harbour-regimet?

Det følger af artikel 5 i markedsmisbrugsforordningen, at forbuddene mod insiderhandel og markedsmanipulation i artikel 14 og 15 i markedsmisbrugsforordningen ikke gælder for handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer, hvis udsteder opfylder en række nærmere bestemte krav i medfør af bestemmelsen.

Dette indebærer bl.a., at de nærmere detaljer i programmet offentliggøres inden handelens start, og at handelen indberettes som en del af tilbagekøbsprogrammet til markedspladsernes kompetente myndighed og efterfølgende offentliggøres, samt at passende grænser med hensyn til kurs og volumen overholdes.

For at være omfattet af artikel 5 skal udsteder opfylde et af tre kriterier:

1. Aktietilbagekøbsprogrammet skal have som sit eneste formål at reducere udsteders kapital.
2. Aktietilbagekøbsprogrammet skal have som sit eneste formål at opfylde forpligtelser som følge af finansielle gældsinstrumenter, der kan konverteres til egenkapitalinstrumenter.
3. Aktietilbagekøbsprogrammet skal have som sit eneste formål at opfylde forpligtelser som følge af aktieoptionsprogrammer eller andre aktietildelinger til udstederens eller et dermed forbundet selskabs ansatte eller til medlemmer af deres administrative ledelses- eller tilsynsorganer.

Kommissionens delegerede forordning<sup>3</sup> (herefter den delegerede forordning) fastsætter nærmere betingelser og begrænsninger til eksekvering af aktietilbagekøbsprogrammet.

Alle transaktioner i forbindelse med et aktietilbagekøbsprogram skal indberettes til den kompetente myndighed på den markedsplads, hvor aktierne er blevet optaget til handel eller er blevet handlet, jf. artikel 2, stk. 2, i den delegerede forordning.

Aktierne skal købes af udstederen på en markedsplads, hvor de er optaget til handel eller handles (handelspladsreglerne), jf. artikel 3, stk. 1, litra a, i den delegerede forordning. Hvad angår aktier, der handles løbende på en markedsplads, må ordrerne ikke afgives under en auktionsfase, og de ordrer, der blev afgivet før starten af auktionsfasen, må ikke ændres i denne fase, jf. artikel 3, stk. 1, litra b, i den delegerede forordning. Hvad angår aktier, der udelukkende handles på en markedsplads via auktioner, skal udstederen afgive og ændre ordrer under auktionen, forudsat at markedsdeltagere har tilstrækkelig tid til at reagere på dem, jf. artikel 3, stk. 1, litra c, i den delegerede forordning.

En udsteder må ikke købe aktier til en højere kurs end den højeste kurs på den sidste uafhængige handel og det højeste foreliggende uafhængige købstilbud på markedspladsen, hvor købet gennemføres. Det gælder også, når aktierne handles på forskellige markedspladser (kursreglerne). Det følger af artikel 3, stk. 2, i den delegerede forordning.

---

<sup>3</sup> Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/1052 af 8. marts 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for betingelserne for tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsforanstaltninger.

Udstederen må på en handelsdag højst købe 25 pct. af den gennemsnitlige daglige aktiemængde på den markedsplads, hvor købet finder sted (mængdereglerne). Det følger af artikel 3, stk. 3, i den delegerede forordning. Den gennemsnitlige daglige mængde kan fastsættes efter en af følgende perioder:

- a) den måned, der går forud for den måned, hvor offentliggørelsen, der kræves i henhold til artikel 1, stk. 1, fandt sted; en sådan fast mængde skal være omhandlet i tilbagekøbsprogrammet, og den skal gælde for hele det pågældende programs løbetid
- b) de 20 handelsdage, der går forud for købstidspunktet, hvis der i programmet ikke er behandlet en sådan mængde.

Det følger af artikel 4, stk. 1, i den delegerede forordning, at udstederen i tilbagekøbsprogrammets løbetid ikke må deltage i følgende tre aktiviteter (handelsbegrænsningerne):

- a) salg af egne aktier
- b) handel i den lukkede periode, jf. artikel 19, stk. 11, i markedsmisbrugsforordningen
- c) handel, hvor udstederen har besluttet at udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. artikel 17, stk. 4 eller 5, i markedsmisbrugsforordningen.

### **1.3 Antal tilbagekøbsprogrammer med fejl i**

Temaundersøgelsen viste, at der sammenlagt var en eller flere fejl i 13 ud af 14 offentliggjorte tilbagekøbsprogrammer. Det svarer til en fejlprocent på 93.

### **1.4 Hvad skal udstederne have særligt fokus på?**

En udsteder skal inden køb af egne aktier afklare, om udsteder ønsker at bruge safe harbour-regimet i artikel 5 i markedsmisbrugsforordningen og den delegerede forordning. Vælger udsteder at benytte sig af safe harbour-regimet, skal udsteder være særlig opmærksom på, at handelsbetingelserne og handelsbegrænsningerne er kumulative, og at udsteder under hele programmets løbetid skal holde sig indenfor de betingelser, som er nævnt ovenfor.

Udsteder skal være særlig opmærksom på, at aktier, der handles over-the-counter (OTC) ikke er omfattet af safe harbour-regimet.

#### **1.4.1 Særlig fokus ved antagelse af en lead manager**

Temaundersøgelsen viste, at alle udstedere i temaundersøgelsen havde valgt at antage en lead manager til at forestå handlerne i tilbagekøbsprogrammet. Ved antagelse af lead manager kan udsteder være fritaget for handelsbegrænsningerne i artikel 4, stk. 1, i den delegerede forordning, jf. artikel 4, stk. 2, i den delegerede forordning. For at være fritaget for handelsbegrænsningerne, skal lead manager træffe sine handelsbeslutninger med hensyn til tidspunktet for køb af udstederens aktier uafhængigt af udstederen.

Temaundersøgelsen viste, at der i 12 ud af 14 aktietilbagekøbsprogrammer er handlet i strid med de ovennævnte kursregler. Temaundersøgelsen viste, at handlerne skyldes en for lang responstid hos lead manager.

Et eksempel på en sådan fejl er, at en lead manager lægger en købsordre på markedet, der matcher højeste bud af uafhængig part og derved overholder kursreglerne i artikel 3, stk. 2, i den delegerede forordning. På et givent tidspunkt ændrer eller sletter den uafhængige part sin købsordre, hvilket forårsager, at lead managers købsordre ikke længere overholder kursreglerne. Er lead managers responstid på denne hændelse ikke hurtigt nok, er det muligt, at en salgsordre vil møde lead managers købsordre, inden den justeres igen.

Et andet eksempel er, når lead manager indlægger en ordre på markedet umiddelbart efter, at uafhængige parter har slået en handel, som lead manager grundet langsom responstid ikke har taget højde for ved indlæggelse af ordren. Sænker denne uafhængige handel sidst slåede kurs, vil lead managers ordre ikke længere opfylde betingelsen, hvis den bliver mødt, inden lead manager når at slette den.

### **1.5 Temaundersøgelsens afgrænsning**

Finanstilsynet har indledningsvist foretaget en snæver afgrænsning af temaundersøgelsen henset til datatilgængelighed og ressourcer. Én udsteder, der i perioden har haft et aktivt tilbagekøbsprogram, er eksempelvis udeladt i undersøgelsen. Det skyldes, at udstederens lead manager ikke har anført en slutkunde i ORK (ordrebogen), hvilket ikke muliggør en kvalificeret undersøgelse.

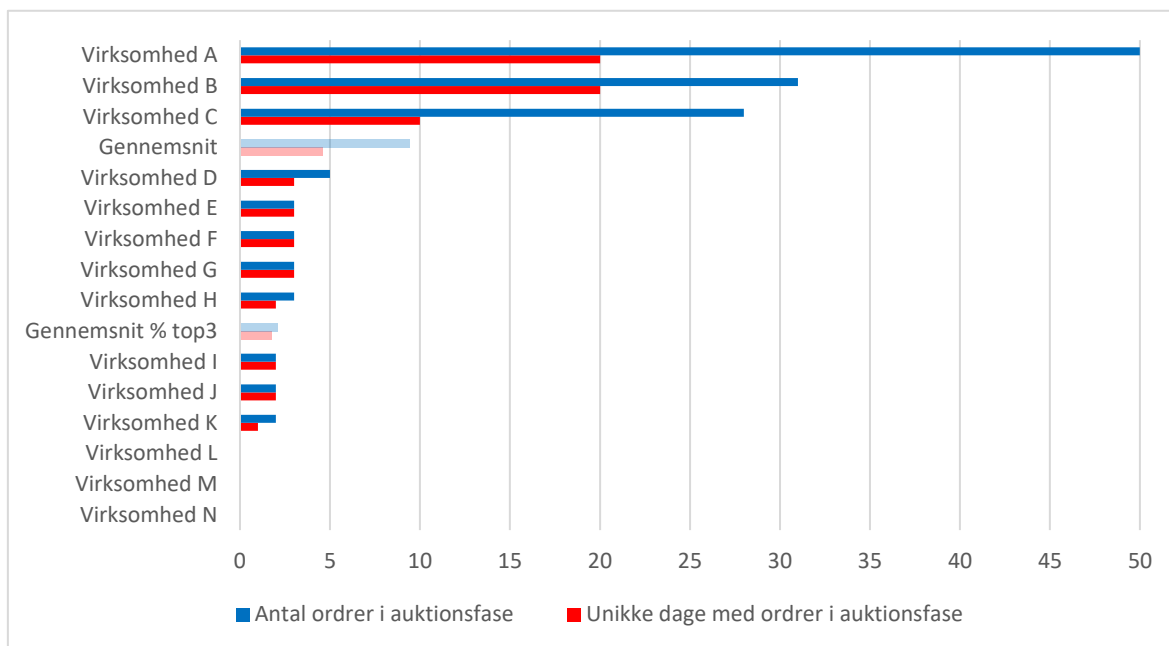
Finanstilsynet har ikke undersøgt, om der er sket overtrædelser af artikel 3, stk. 1, litra a, i den delegerede forordning.

### **1.6 Observationer**

#### **1.6.1 Auktionsfaserne**

Finanstilsynet har med undersøgelsen konstateret, at forbuddet mod at handle i auktioner, jf. artikel 3, stk. 1, litra b, i den delegerede forordning, er særligt udfordrende for udsteder at overholde. Figur 1 viser, hvor mange ordrer hver af de 14 virksomheder i den undersøgte periode har indlagt eller ændret i enten åbne- eller lukkeauktionsfasen (blå), og hvor mange unikke dage disse ordrer er indlagt eller ændret (rød). Enkelte virksomheder har langt flere overtrædelser end andre. Figuren viser f.eks., at virksomhed A i perioden har indlagt eller ændret ordrer i enten åbne- eller lukkeauktionsfasen i 50 tilfælde fordelt på 10 unikke dage.

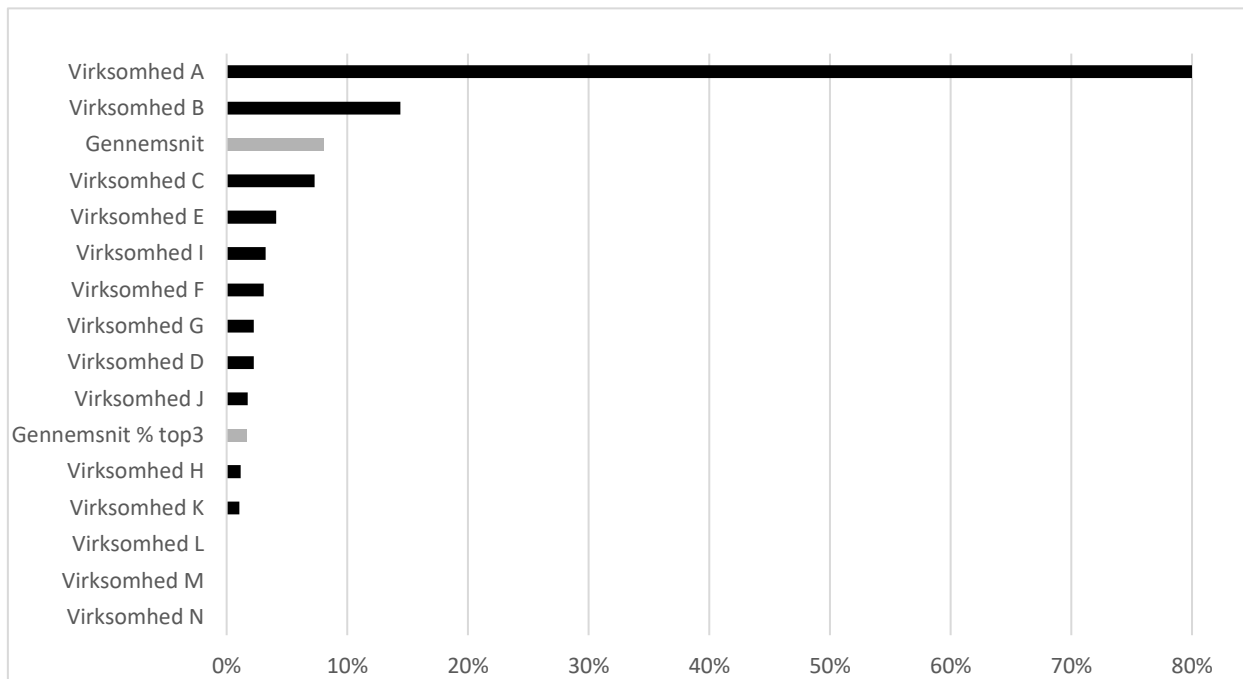
Figur 1:



Figur 2 viser andelen af dage, hvor udstedere i forbindelse med deres aktietilbagekøbsprogram har indlagt ordrer og samtidig overtrådt forbuddet. Figuren viser, at især én virksomhed skiller sig ud med særligt mange overtrædelser. Figuren medtager alle de handelsdage, hvor udsteder har haft et aktivt aktietilbagekøbsprogram i den periode, som er defineret i pkt. 1. Figuren viser bl.a., at virksomhed A i 80 pct. af tilbagekøbsprogrammets aktive dage har overtrådt betingelsen i safe harbour-regimet. Som konsekvens af dette finder safe harbour-regimet ikke anvendelse for tilbagekøbsprogrammet, og udsteder er derved ikke fritaget for overtrædelser af artikel 14 og 15 i markedsmissbrugsforordningen.

Finanstilsynet har i forbindelse med temaundersøgelsen undersøgt, om transaktioner foretaget i tilbagekøbsprogrammerne udgjorde individuelle overtrædelser af markedsmissbrugsforordningen. Dette er dog ikke konstateret.

Figur 2



### 1.6.2 Kursreglerne

Finanstilsynet har som stikprøve udvalgt en 14-dagesperiode, hvor hver af de 14 udstedere har foretaget flest transaktioner.

Finanstilsynet har konstateret, at 11 ud af 14 udstedere har foretaget handler, der ikke lever op til kursreglerne i safe harbour-regimet. Antallet af transaktioner er divergerende fra udsteder til udsteder. Figur 3 viser, hvor stor en procentvis andel af de samlede transaktioner der er forbundet med overtrædelse af kursreglerne (sort) og antallet af transaktioner (blå).

Finanstilsynet har observeret, at langt de fleste tilfælde skyldes, at udsteder ikke reagerer på en hændelse på markedet, kort før udsteders ordre mødes. Et eksempel på dette er, at udsteder afgiver et bud, som matcher højeste bud på markedet. Efterfølgende slettes det forhenværende bedste bud, og umiddelbart efter er udsteder dermed alene med højeste bud på markedet, der tilmed overstiger kursen på sidste uafhængige handel. Kort efter mødes buddet af en ordre.



**Figur 3:**

