

NYE REGLER OM OFFENTLIGGØRELSE AF INTERN VIDEN, MARKEDSSONDERING OG LEDENDE MEDARBEJDERES TRANSAKTIONER

Den 3. juli 2016 træder Europa-Parlamentet og Rådets Forordning (EU) nr. 596/2014 om markedsmissbrug (MAR) endegyldigt i kraft. Dette medfører blandt andet, at pligten til at offentliggøre intern viden ændres. Hvor udstedere af værdipapirer nu skal offentliggøre intern viden på tidspunktet, hvor den interne viden bliver en realitet, skal udstederne pr. den 3. juli 2016 offentliggøre intern viden allerede på det tidspunkt, hvor den interne viden foreligger. Udsættelse af offentliggørelse underlægges fremover strenge dokumentationskrav for udstederen.

Endvidere udvides pligten til at offentliggøre intern viden til at gælde for såvel udstedere, der er optaget til handel på et reguleret marked, multilaterale handelsfaciliteter, organiserede handelsfaciliteter og vækstmarkeder for små og mellemstore virksomheder.

MAR indfører endvidere et nyt regime for markedssondering som en regulering af videregivelse af intern viden.

Afslutningsvist indeholder MAR regler for tærskler for oplysningspligten om ledende medarbejders transaktioner.

Denne hjemmesideartikel gennemgår dels definitionen på intern viden samt det tidspunkt, hvor den interne viden skal offentliggøres pr. den 3. juli 2016.

Intern viden

Definitionen af intern viden er i al sin væsentlighed videreført fra de regler, der gælder i dag. Ved intern viden forstås således:

1. specifik viden, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter,
2. som ikke er blevet offentliggjort, og
3. som mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller heraf afledte instrument, hvis den blev offentliggjort.

Såfremt viden vedrører en langsigtet proces, kan enkelte skridt i denne proces i sig selv være intern viden, herunder selvom skridtene blot er midlertidige, hvis den pågældende viden opfylder de ovennævnte kriterier. Derfor bør udstedere eksempelvis i kontraktforhandlinger mv. løbende vurdere, om forhandlingerne vil resultere i indgåelsen af en kontrakt.

Endvidere præciserer MAR, hvad der forstås ved intern viden i forbindelse med råvarederivater, samt

personer, hvis opgave er at udføre handelsordrer med finansielle instrumenter.

For råvarederivater er det, foruden de ovennævnte kriterier i punkt 1-3, et krav, at en information for at udgøre intern viden med rimelighed kan forventes at blive offentliggjort, eller som ligefrem skal offentliggøres i henhold til retlige eller administrative bestemmelser. Disse retlige eller administrative bestemmelser kan såvel følge af EU-retsakter, nationale regler, kontrakter, praksis eller sædvane for de pågældende derivater.

For personer, der har til opgave at udføre handelsordrer, udgør intern viden ligeledes viden, der formidles af kunder om disses endnu ikke udførte ordrer, såfremt denne viden er præcis og i øvrigt opfylder de kriterier, der er angivet ovenfor i punkt 1-3.

At viden er specifik

At viden er specifik betyder:

1. at den pågældende viden er tilstrækkelig præcis, til at man kan drage en konklusion på de pågældende forholds eller de pågældende hændelsers indvirkning på kursene på finansielle instrumenter, herunder afledte instrumenter, samt
2. forholdet eller hændelsen enten allerede foreligger henholdsvis er indtrådt, eller som med rimelighed må forventes at komme til at foreligge henholdsvis indtræde.

Hvornår et forhold eller en begivenhed med rimelighed kan forventes at foreligge henholdsvis indtræde, afhænger af en konkret vurdering. Der er således ikke generelle kriterier for at vurdere, hvornår denne rimelighed er til stede.

EU-Domstolen har i forbindelse med rimelighedskravet udtalt, at man skal vurdere væsentligheden af forholdene eller hændelserne, samt at man skal vurdere, hvor sandsynligt det er, at de kommer til at foreligge henholdsvis indtræde. Der sættes således lavere krav til sandsynligheden af et givent forhold eller en given hændelse, såfremt forholdet eller hændelsen er meget væsentlig.

Mærkbar indvirkning på kursen

Hvorvidt en specifik viden vil have mærkbar indvirkning på kursen af et finansielt instrument, afhænger af, hvad man sædvanligvis må antage, at en fornuftig investor lægger til grund i sin investeringsbeslutning. Såfremt en investor således vil tage den pågældende viden i sine betragtninger i forbindelse med en investering, vil den pågældende viden have en mærkbar indvirkning på kursen.

Offentliggørelse af intern viden

Hvor Værdipapirhandelsloven stiller krav til, at udstedere offentliggør intern viden, når den pågældende viden blev en realitet, indtræder pligten til at offentliggøre intern viden så hurtigt som muligt. Der er således ikke længere et krav til, at den pågældende viden skal være en realitet, men blot et krav at den interne viden skal foreligge.

Når de ovenfor nævnte kriterier for, hvornår der foreligger intern viden, er opfyldt, skal en udsteder således hurtigst muligt herefter offentliggøre dem.

Forordningen præciserer ikke, hvad der forstås ved hurtigst muligt, men førhen har der været en praksis om, at udstederne skal være beredte på begivenheder, som forventes at indtræde. Dette krav forventes også videreført under forordningen, men idet pligtens indtræden rykkes frem til det øjeblik, hvor den interne viden foreligger, fremfor det tidspunkt hvor den interne viden bliver en realitet, vil der sandsynligvis være flere og flere situationer, hvor udstederne ikke kan være lige så beredte som førhen. I mangel af andre holdepunkter må det dog lægges til grund, at den hidtidige praksis fortsat vil finde anvendelse.

Udsættelse af offentliggørelse

Svarende til de nuværende regler giver forordningen mulighed for, at udstedere kan udsætte offentliggørelsen af intern viden, til efter den interne viden foreligger, såfremt visse – kumulative - betingelser er opfyldt.

En udsteder kan således udsætte offentliggørelsen af den interne viden, såfremt:

1. den øjeblikkelige offentliggørelse antages at skade udstederens legitime interesse,
2. den øjeblikkelige offentliggørelse ikke antages at medføre, at offentligheden derved vildledes, og
3. udstederen kan sikre, at den interne viden forbliver fortrolig.

Udsættelse sker på udstederens eget ansvar.

Muligheden for udsættelse finder tilsvarende anvendelse for markedsdeltagere i relation til emissionskvoter.

Mulighederne for udsættelse gælder ligeledes ved langsigtede processer så som kontraktforhandlinger.

Udstederes dokumentationskrav

Såfremt en udsteder vælger at udsætte offentliggørelse af intern viden, skal udstederen, så længe udsættelsen af den interne viden står på, udarbejde interne opgørelser over den interne viden. I henhold til ESMA's udkast til tekniske standarder, der fortsat mangler tiltrædelse fra Kommissionen, skal de interne opgørelser indeholde følgende informationer:

1. Dato og tidspunkt for, hvornår den interne viden forelå hos udstederen.
2. Dato og tidspunkt for, hvornår beslutning om at udsætte offentliggørelsen af den interne viden blev truffet, herunder hvornår udstederen regner med at den interne viden offentliggøres.
3. Identiteten af den eller de personer, der er ansvarlige for følgende:
 - a) beslutningen om at udsætte offentliggørelsen af den interne viden,
 - b) den løbende overvågning af, at betingelserne for udsættelsen af offentliggørelsen er op-

- fyldt,
- c) at træffe beslutning om, hvornår den interne viden skal offentliggøres,
 - d) at indlevere den påkrævede information og den skriftlige redegørelse til Finanstilsynet.
4. Dokumentation for opfyldelsen af de krav, der gælder for udsættelsen, herunder de interne foranstaltninger mod at undgå uberettiget adgang for personer, der ikke har ret til at få adgang til den interne viden, samt procedure for tilfælde, hvor fortroligheden af den interne viden ikke længere er opfyldt.

Udstederen skal samtidig med offentliggørelse af den interne viden underrette Finanstilsynet om, at offentliggørelsen af den interne viden er blevet udsat. I den forbindelse skal udstederen angive nærmere oplysninger, og Finanstilsynet har udarbejdet et notificeringsskema, som de anbefaler, at udstederne benytter til brug herfor. Notificeringsskemaet kan findes [her](#).

Såfremt Finanstilsynet anmoder herom, skal udstederen indlevere en skriftlig redegørelse til Finanstilsynet, hvori udstedere redegør for, hvorfor offentliggørelsen blev udsat og hvordan betingelserne for udsættelse var opfyldt¹.

Redegørelsen skal indeholde datoen og det specifikke tidspunkt for, hvornår beslutning om udsættelse offentliggørelsen af den interne viden blev truffet, samt identiteten på den person, der var ansvarlig for beslutningen om at udsætte offentliggørelsen.

Som følge af disse nye dokumentationskrav i forbindelse med udsættelse af offentliggørelse af intern viden bør udstedere revidere deres interne retningslinjer og foretage de nødvendige tilpasninger for at opfylde de nye krav.

Udstederens legitime interesser

Forordningen giver en række eksempler på, hvad der udgør en legitim interesse for udstederen. Som eksempel nævnes således igangværende forhandlinger, hvor offentliggørelsen kan påvirke resultatet eller det sædvanlige forløb heraf. Dette gælder i særdeleshed, når der er tale om udstederens økonomiske overlevelse.

Ligeledes nævnes trufne beslutninger eller udarbejdelse af kontrakter af en udsteders ledelsesorgan, hvor beslutningens eller kontraktens ikrafttrædelse afhænger af godkendelse fra et andet af udstederens organer. Dette gælder dog udelukkende, såfremt en offentliggørelse af, at godkendelsen ikke er givet endnu, vil være til fare for, at offentligheden ikke vurderer informationen korrekt.

Markedssondering

MAR indeholder et regime for såkaldt markedssondering, hvorved forstås, at oplysninger om en transaktion kommunikerer ud til en eller flere potentielle investorer forud for offentliggørelsen. Sådant kommunikation er med henblik på at vurdere interessen i en mulig transaktion og de vilkår, som knytter

¹) I forlængelse af tidligere offentliggjort udgave af dette nyhedsbrev præciseres det, at udstedere udelukkende skal indlevere en redegørelse til Finanstilsynet i forbindelse med udsættelse af offentliggørelse af intern viden, såfremt Finanstilsynet anmoder herom.

sig til transaktionen. Markedssondering kan foretages både af udstederen selv eller af personer, der handler på vegne af udstederen.

Såfremt en udsteder foretager markedssondering, er det et krav under MAR, at udstederen eller personen, der handler på vegne heraf, forinden vurderer, om sonderingen vil medføre videregivelse af intern viden.

Udstederen skal udarbejde detaljerede opgørelse over markedssonderingerne, herunder en redegørelse af vurderingen om, hvorvidt der er tale om videregivelse af intern viden, konklusionen herfor og bevæggrunden for konklusionen. Dette glæder tillige, selvom sonderingen ikke medfører videregivelse af intern viden.

Opgørelserne skal udleveres til Finanstilsynet på dennes anmodning.

Udstedere skal endvidere udarbejde procedurer for foretagelse af markedssondering, herunder procedurer for at give modtagerne en række standardoplysninger samt at anmode modtagerne om sådanne standardoplysninger.

Udstederen eller personen, der handler på udstederens vegne, skal indhente modtagernes samtykke til at modtage markedssonderingen, samt informere modtagerne om, at de ikke må anvende den overbragte information, og at de er underlagt en fortrolighedsforpligtelse i relation hertil.

ESMA har udgivet udkast til tekniske standarder for det format, som markedssonderingen skal foretages i, herunder når der er tale om videregivelse af intern viden. Udstederen eller den person, der handler på udstederens vegne, skal udarbejde opgørelser over den foretagne markedssondering.

Ovenstående forpligtelser medfører, at udstedere bør revidere deres interne politikker for foretagelse af markedssonderinger, herunder at sikre overholdelse med de nye regler.

Ledende medarbejderes transaktioner

Indberetningspligt

Når en udsteders ledende medarbejder, herunder disses nærtstående, foretager transaktioner med udstederens aktier, gældsinstrumenter eller derivater heraf, og dette sker for den ledende medarbejderes eller dennes nærtståendes egen regning, skal den ledende medarbejder i henhold til MAR indberette dette til udstederen og Finanstilsynet. Denne indberetning skal ske straks og senest inden tre arbejdsdage efter, at transaktionen er foretaget.

Under MAR indtræder denne indberetningspligt, når den ledende medarbejders og dennes nærtståendes transaktioner når et samlet årligt beløb på EUR 5.000. I henhold til forsalget til implementeringsloven, der fortsat ikke er vedtaget, kan Finanstilsynet hæve denne tærskel, idet MAR giver mulighed for

at hæve tærsklen op til EUR 20.000.

Indberetningen skal indeholde følgende informationer:

- Den ledende medarbejders eller dennes nærtstående navn
- Årsagen til indberetningen
- Navnet på udstederen, hvis aktier, gældsinstrumenter eller derivater heraf er blevet handlet
- En beskrivelse af det finansielle instrument, der er blevet handlet, herunder pris og mængde
- Om der er tale om køb, salg mv.
- Dato og sted for transaktionen

Endvidere skal der, hvis relevant, indberettes oplysninger om følgende:

- Pantsættelse eller udlån af den ledende medarbejders finansielle instrumenter, enten af eller på vegne af den ledende medarbejder selv, eller en for denne nærtstående person
- Transaktioner, der er foretaget af en person, der som led i sit erhverv organiserer eller gennemfører sådanne transaktioner, eller en anden person med ledelsesansvar i udstederen
- Transaktioner, der er gennemført i forbindelse med livsforsikringspolice

Udstederen skal derefter straks og senest tre dage efter, at transaktionen er foretaget, offentliggøre oplysninger herom.

Forbud mod handler i lukkede perioder

MAR indfører et forbud mod, at ledende medarbejdere handler med udstederes finansielle instrumenter i en lukket periode på 30 kalenderdage, forud for at udstederen offentliggør en foreløbig finansiell rapport eller en årsafslutningsrapport, som udstederen er forpligtet til enten som følge af de regler, der gælder på det marked, som udstederens aktier er optaget til handel på, eller som følge af de danske love.

Dog kan sådanne transaktioner tillades, såfremt det i den konkrete sag er begrundet i helt særlige omstændigheder, herunder eksempelvis alvorlige økonomiske vanskeligheder, der betinger et salg af aktier i denne periode.

Vores vurdering

Grundet fremrykningen af pligten til at offentliggøre intern viden til det tidspunkt, hvor den interne viden foreligger, bør udstedere nøje vurdere, hvornår en sådan viden foreligger, herunder være yderligere opmærksom på vurderingen af, hvorfor forhold og hændelser med rimelighed kan forventes at foreligge henholdsvis indtræde.

I relation til denne rimelighedsvurdering kan udstedere med rette udarbejde politikker, for hvornår de anser forhold, herunder eksempelvis kontrakt, for væsentlige. Sådanne politikker vil bidrage til en fæl-

les forståelse af væsentlighed på markedet og kunne således bidrage i eventuelle tvister, selvom sådanne politikker ikke er bindende over for Finanstilsynets vurdering af, om offentliggørelsen af intern viden var rettidig.

Grundet de nye regler om dokumentation i forbindelse med udsættelse af offentliggørelse af intern viden, samt reglerne for udsteders foretagelse af markedssonderinger, bør udstedere revidere deres interne retningslinjer herfor samt foretage de nødvendige tilpasninger for at opfylde de nye regler.

Afslutningsvist bør udstedere revurdere deres politikker og interne procedurer for håndtering af ledende medarbejders transaktioner, herunder offentliggørelse heraf, således at de sikrer, at politikkerne og procedurerne overholder nye regler pr. 3. juli 2016.

Ovenstående er ikke juridisk rådgivning, og Moalem Weitemeyer Bendtsen indestår ikke for, at indholdet af ovenstående er korrekt. Moalem Weitemeyer Bendtsen har med ovenstående ikke påtaget sig ansvar af nogen art som konsekvens af en læsers benyttelse af ovenstående som grundlag for beslutninger eller overvejelser.

Kontakt



[Henning Hedegaard Thomsen](#), Advokat

Tel. +45 33 77 90 18

Mob. +45 30 37 96 18

E-mail hht@mwblaw.dk



[Andreas Løndahl Hertel](#), Advokatfuldmægtig

Tel. +45 33 77 90 61

Mob. +45 30 37 96 61

E-mail ahe@mwblaw.dk