



Børshåndbogen 2021

- Et overblik over relevante regler
og processer før, under og efter
børsnotering af aktier

Udgiver: PwC
Produktion: M&C 0251-21
Ekspedition: Strandvejen 44, 2900 Hellerup
Bestilling: www.pwc.dk

Denne publikation udgør ikke og kan ikke erstatte professionel rådgivning. PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab påtager sig intet ansvar for tab, nogen måtte lide som følge af handlinger eller undladelser baseret på publikationens indhold, ligesom PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab ikke påtager sig ansvar for indholdsmæssige fejl og mangler. © 2021 PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab.

Alle rettigheder forbeholdes. I dette dokument refererer "PwC" til PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab, som er et medlemsfirma af PricewaterhouseCoopers

Indhold

Forord	5
1. Børsintroduktion (IPO)	6
1.1. Hvorfor børsintroduktion?	7
1.2. Dobbelt exitstrategi	7
1.3. Notering via børsskal eller SPAC	9
1.4. Er selskabet børsmodent?	10
1.5. Markeder	11
1.6. Officiel notering	12
1.7. Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav	13
1.8. Prospekt	14
1.9. Verifikation	15
1.10. Komfort i forbindelse med prospekter	16
1.11. Prissætning	18
1.12. Dokumenter og processer	19
2. Regler for børsnoterede selskaber	20
2.1. Periodiske oplysningsforpligtelser	20
2.2. Intern viden	21
2.3. Offentliggørelse af intern viden (løbende oplysningsforpligtelse)	23
2.4. Krav til offentliggørelse og indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet	26
2.5. Insiderlister	27
2.6. Insiderhandel	28
2.7. Uretmæssig videregivelse af intern viden	30
2.8. Markedssonderinger	30
2.9. Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter	32
2.10. Ledende medarbejders og disses nærtstående indberetning af handler	33
2.11. Markedsmanipulation	35
2.12. Kapitalforhøjelse	36
2.13. Nasdaqs udstederregler	39
2.14. Corporate Governance	40
2.15. Vederlag til ledelsen	41
2.16. Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående	42
2.17. Redegørelse for samfundsansvar	44
2.18. Redegørelse for det underrepræsenterede køn	46
2.19. Redegørelse for politik for dataetik	48
2.20. Redegørelse for mangfoldighedspolitik	50
2.21. Regnskaber	50
2.22. Revision og revisionsudvalg	52
2.23. Storaktionærreglerne	55
2.24. Overtagelsestilbud	55
2.25. Shortselling	57
Hvordan PwC kan hjælpe	58
Forkortelser	60
Oversigt over relevante retsakter	61
PwC specialister	66



Forord

Der er mange fordele for et selskab ved at lade sine aktier optage til handel på en børs (markedsplads). Men det er også forbundet med meget regulering og et helt nyt *mind-set* i forhold til offentlighed om selskabets forhold.

Når et selskab lader sine aktier handle offentligt, inviterer det investorer til at anbringe deres midler i selskabet. Investorer gør dette i tiltro til selskabet, men også i tiltro til at markedet er velfungerende. Det er essentielt for markedets funktion, at integriteten bevares. Der er derfor udarbejdet en lang række regler for markedsdeltagerne, der alle skal sikre, at netop dette sker.

Med Børshåndbogen ønsker vi at give et indblik i de regler og processer, der er forbundet med at lade sine aktier handle på et reguleret marked (RM, fx Nasdaq Copenhagen Main Market) eller en multilateral handelsfacilitet (MHF, fx Nasdaq First North Growth Market).

Børshåndbogen henvender sig både til selskaber, hvis aktier er optaget til handel, og til selskaber der overvejer at lade deres aktier optage til handel.

Betegnelsen "børs" eller "fondsbørs" dækker over en markedsplads, hvor der handles værdipapirer. At være "børsnoteret" benyttes således generelt om selskaber, hvis aktier er optaget til handel på en markedsplads, dvs. et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Som det fremgår af afsnit 1.5 *Markeder*, er det kun på et reguleret marked, at det er muligt at få sine aktier "officielt noteret", ligesom det kun er regulerede markeder, der må benytte betegnelsen "fondsbørs".

I Børshåndbogen bruges som udgangspunkt begrebet "optaget til handel" om aktier, der kan handles på en markedsplads. Enkelte steder er begrebet "børsnoteret" dog valgt og dækker her over selskaber, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.

Håndbogen er opdelt i to kapitler:

Kapitel 1 henvender sig til de selskaber, der overvejer at lade deres aktier optage til handel på en markedsplads, hvad enten der er tale om et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Her er der fokus på forberedelsesprocessen, hvor der ses på de processer, selskaberne skal være opmærksomme på, og på PwC's IPO (børsintroduktion) Readiness redskab, der giver selskabet et indblik i, hvor parate de er i forhold til de krav, der stilles til selskaber, hvis aktier er optaget til handel.

Kapitel 2 omhandler de regler, der gælder for selskaber, som allerede har aktier optaget til handel. Her gennemgås de områder af kapitalmarksreguleringen, udsteder skal være opmærksom på. Der er tale om en overordnet gennemgang, hvor hensigten er at give et indblik i reglerne, og som ikke er udtømmende. Det er derfor nødvendigt at dykke længere ned i de enkelte områder, når de bliver aktuelle. Selskaber, der overvejer at lade deres aktier optage til handel, skal naturligvis også være opmærksomme på gennemgangen i kapitel 2, da det er essentielt at være forberedt på at blive mødt af reglerne.

Bagerst i bogen er en forkortelsesliste og en oversigt over de enkelte afsnits relevante retsakter.

God læselyst!
PwC

1. Børsintroduktion (IPO)

Indledning

IPO er et bredt anvendt begreb for børsintroduktioner. IPO er en forkortelse for "Initial Public Offering" og dækker over det "initiale" udbud af selskabets aktier og optagelse til handel på en markedsplads, der gør, at selskabet bliver et offentligt handlet selskab.

Der er mange fordele ved at benytte kapitalmarkedet til at finansiere selskabets næste skridt, men det er også en skelsættende begivenhed for et selskab. Det er vigtigt, at ledelsen har overvejet alle muligheder, så de er sikre på, at det er den korrekte strategi, og at de formår at overbevise resten af organisationen om, at det er den korrekte strategi for selskabet. Ledelsen skal blandt andet overveje, om de og resten af organisationen er villig til at acceptere de forventninger, mar-

kedet har til børsnoterede selskaber i forhold til rapportering og offentlighed i selskabet.

Beskrivelsen i de forskellige afsnit i nærværende bog skal hjælpe til forståelsen af, hvilke områder der er vigtige at iagttage, når et selskab planlægger at optage sine aktier til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.

Det har ikke været hensigten at lave en udtømmende gennemgang af de enkelte områder. På samme måde har det heller ikke været hensigten at gennemgå alle aspekter af processen i forbindelse med en børsintroduktion. I afsnit 1.11 *Dokumenter* er der medtaget en oversigt over de dokumenter, som udsteder skal være opmærksom på som en del af processen.



1.1 Hvorfor børsintroduktion?

Børsmarkedet har historisk set været stedet, hvor selskaber har kunnet finansiere sig uden om banklånet, og hvor ejerskab blev fordelt på flere hænder.

Der er en række fordele ved at vælge at finansiere sin virksomhed ved markedsfinansiering. Det er en måde at tilføre kapital til vækst og samtidig være uafhængig af bankers løbende godkendelse af planer og strategier.

Adgang til kapital

Selskaber, der har aktier optaget til handel, har mulighed for at øge selskabets kapital ved udstedelse af nye aktier og derved skaffe kapital til fremtidig vækst. Det er en stor fordel for virksomheder at kunne veksle mellem fremmedkapital og egenkapital. Herved skabes en operationel handlefrihed.

At have aktier optaget til handel, især på et reguleret marked, giver også adgang til kapital fra de store institutionelle investorer. Der er her ofte tale om stabile langsigtede investorer, og med den øgede fokus, der er på aktivt ejerskab, kan de også være en god sparringspartner for selskabet.

Egen valuta

Udover at give adgang til kapital kan muligheden for at udstede yderligere aktier også ses som selskabets nye valuta. Valutaen kan benyttes ved opkøb af selskaber, hvor de kan betale med aktier i selskabet i stedet for kontanter. Selskabet skal være opmærksom på den udvanding af eksisterende aktionærers ejerandel, der sker ved udstedelse af nye aktier. Den tilførte værdi skulle dog gerne veje op for dette.

Aflønning af medarbejdere i form af aktiebaseret aflønning bliver mere attraktiv for medarbejderne, når aktierne er optaget til handel. Det er tilfældet, idet kursen kan afspejles i markedet, hvorved værdien af incitamentprogrammet er tydeligere, og det er nemmere for medarbejderne at omsætte de pågældende aktier. Det er derved lettere for selskabet at tiltrække de rette medarbejdere.

Spredning af ejerrisiko

Afhængig af, hvor selskabet er i dets livscyklus, kan der være forskellige motiver til at lade selskabets aktier optage til handel. Etablerede selskaber har ikke nødvendigvis behov for kapital på det aktuelle tidspunkt og søger noteringen af andre årsager. For mindre vækstelskaber er kapitalmarkedet imidlertid en god mulighed for at skaffe vækstkapital og samtidig sprede risikoen for ejerne. Selskabets ejere har mulighed for at få nye aktionærer ind i selskabet og på en gang sprede ejerskabet og frigøre noget af deres opsparede kapital i selskabet ved at sælge ud af deres ejerandel.

Der er talrige eksempler på, at det er muligt for vækstelskaber at rejse kapital i markedet. Dels som følge af risikovillige investorer og dels som den risikofyldte andel af en større portefølje.

Øget synlighed

De strengere krav, der er til selskaberne i form af rapportering om selskabets forhold, herunder regnskaber, drift og forventninger, styrker medarbejderes, kunders og leverandørers tillid til selskabet. Sammen med den generelt øgede opmærksomhed fra omverdenen kan det bruges til at øge salg og tiltrække kvalificerede medarbejdere.

Den øgede synlighed har naturligvis også den ulempe, at flere har en holdning til selskabet. Den øgede offentlighed om selskabets forhold og øgede interesse for selskabets generalforsamling bevirker, at selskabet skal være klar til også at forholde sig til de negative historier.

1.2 Dobbelt exitstrategi

Der er, som det fremgik af forrige afsnit, flere fordele ved at lade sine aktier optage til handel på en markedsplads.

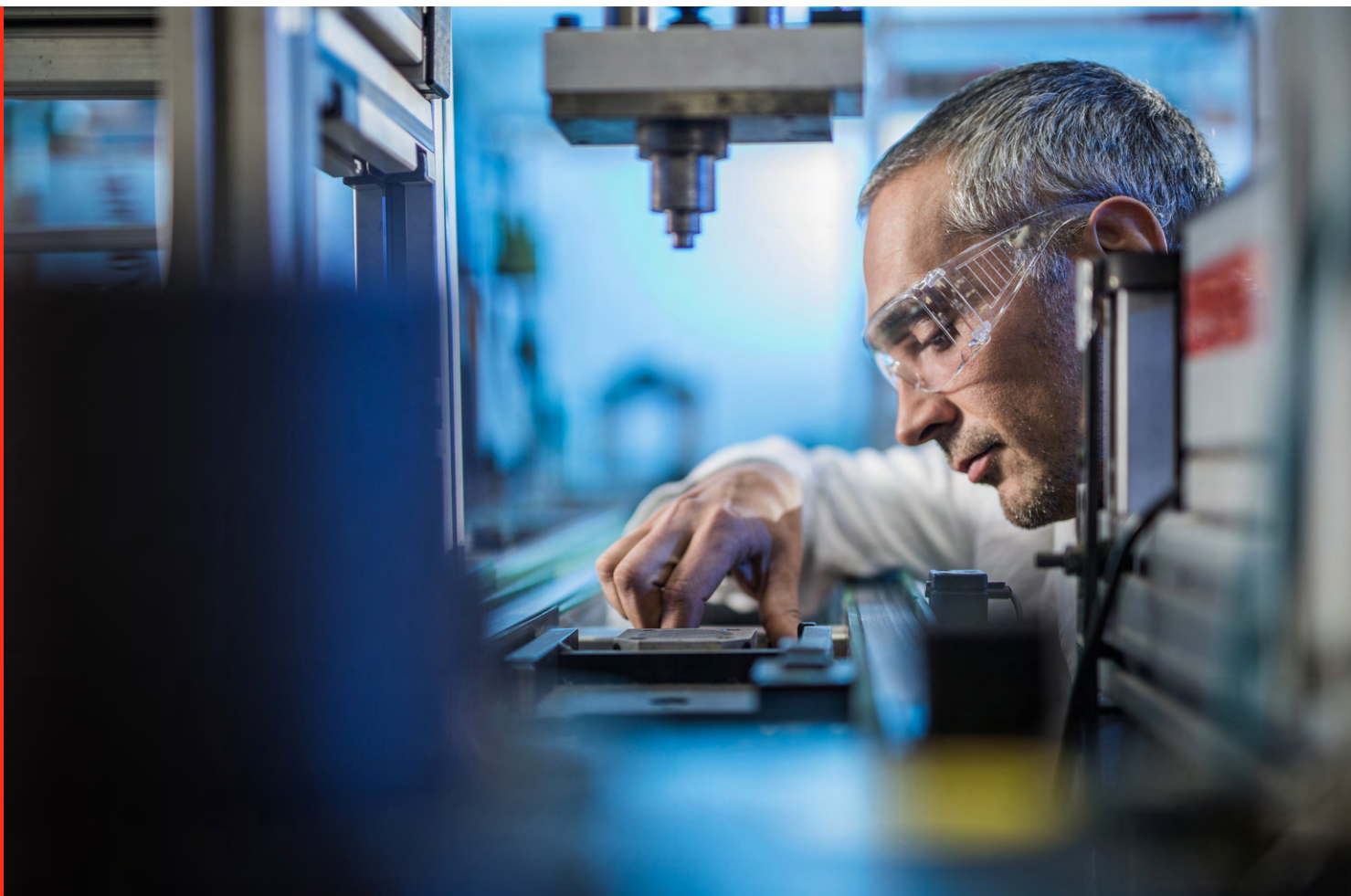
Selskabet kan for eksempel have behov for kapital for at forfølge sine vækstplaner. En børsintroduktion (IPO) kan dog også være en exitstrategi for ejerne – en mulighed for at frigøre kapital eller realisere deres investering. En exit kan realiseres på flere måder, hvorfor selskabet i forbindelse med en IPO sideløbende skal være opmærksom på, hvilke muligheder der er for et privat salg af selskabet – en såkaldt "dobbelt exitstrategi".

Som et led i en IPO-proces skal selskabet have gjort sig overvejelser om andre mulige exitstrategier. Selskaber kan vælge åbent at afsøge markedet for mulige private eller industrielle købere (et privat salg), samtidig med at de forfølger en IPO (et offentligt salg) – en proaktiv dobbelt exitstrategi. Alternativt kan selskaber være afventende og reagere på tilbud, de måtte modtage, mens de er i IPO-processen – en reaktiv dobbelt exitstrategi. I begge tilfælde skal de have gjort sig overvejelser om, hvordan de vil reagere på en alternativ exitmulighed.

Hvornår proaktiv?

En række forhold taler for en proaktiv tilgang til den dobbelte exitstrategi:

- Volatile markeder:
 - o Hvis børsmarkederne er meget volatile, og det derfor er usikkert, om selskabets forhold herunder den ønskede IPO market cap pris kan opnås, kan det være en fordel at søge et privat salg i stedet. Selvom IPO-markedet og akkvisitionsprisen ofte korrelerer, vil en potentiel køber muligvis betale en præmie i forhold til IPO-prisen på grund af synergieffekter.
- Holdingperiode:
 - o Ved en IPO er det forventet, at ejerne fastholder kontrollen med selskabet i en periode efter optagelsen til handel. Hvis selskabet er ejet af et private equity selskab, kan det have betydning for den periode, ejerne vil investere i selskabet, da de typisk har en kortere investeringshorisont. Et privat og dermed samlet salg af selskabet kan forkorte den periode og derved øge IRR



(Internal Rate of Return – oplysning om investeringens årlige afkast).

- Kontrol over exitværdien:
 - o Hvis ejerne vil have større kontrol over exitprisen, kan det være en fordel at forfølge begge muligheder, så de to processer kan benyttes til at presse prisen opad.

Hvornår reaktiv?

I nogle tilfælde kan det være en fordel at have en reaktiv tilgang til den dobbelte exitstrategi:

- Ressourcer og energi:
 - o Det kræver betydelige ressourcer at forfølge både en IPO og et privat salg. Hvis ressourcerne er begrænsede, er det en fordel at koncentrere sig om én vej.
- Likviditet:

- o I en IPO vil ejerne typisk fastholde en del af ejerskabet, hvilket eksponerer dem for fremtidige markedsrisici, men også giver mulighed for øget gevinst, når de sælger resten af deres investering. Ejerne skal således gøre op med sig selv, om de foretrækker at sælge hele deres ejerandel for en sum penge her og nu i et privat salg, eller om de hellere vil modtage betaling over tid og fastholde muligheden for at opnå en øget gevinst. Hvis ejerne kun er interesserede i et delvist salg, vil en IPO være at foretrække. I et sådant tilfælde, skal ejerne være reaktive og ikke aktivt forfølge muligheden for et privat salg af selskabet.

Givende og krævende

En dobbelt exitstrategi kan være både givende og krævende. Det er nødvendigt, at synspunkter fra alle selskabets interessenter overvejes i processen.

1.3 Notering via børsskal eller SPAC

En anden måde at opnå en børsnotering af et selskab på et reguleret marked er ved at opkøbe og fusionere sit selskab ind i et allerede børsnoteret selskab uden aktivitet. Det kan være i form af et børsnoteret selskab, der er oprettet til formålet, et Special Purpose Acquisition Company (SPAC) eller i form af et børsnoteret selskab, der er endt op uden aktivitet – en såkaldt børsskal.

Uanset hvilken vej selskabet vælger, skal selskabet gøre sig det klart, at det er vigtigt, at selskabet er klar til de krav, det vil blive mødt af, uanset hvordan børsnoteringen er blevet opnået.

SPAC

Et SPAC er et selskab uden aktiviteter, hvis formål er at rejse kapital via en børsnotering for derefter at opkøbe et eller flere selskaber med forretningsaktivitet.

I forbindelse med børsnoteringen foretages et offentligt udbud af aktier, og mindst 90 % af provenuet placeres på en spærret depotkonto og frigives først til SPAC'et, når opkøbet skal gennemføres.

SPAC'et skal i henhold til Nasdaqs udstederregler senest 36 måneder efter noteringen have foretaget opkøb med en samlet markedsværdi på mindst 80 % af depotkontoens værdi. Mange selskaber vil dog i deres vedtægter have fastsat en frist på 24 måneder til at foretage opkøb.

Ethvert opkøb kræver, at:

- købet godkendes af et flertal af de uafhængige bestyrelsesmedlemmer og et simpelt flertal af generalforsamlingen
- Nasdaq informeres om opkøbet inden offentliggørelse
- det nye selskab opfylder noteringskravene.

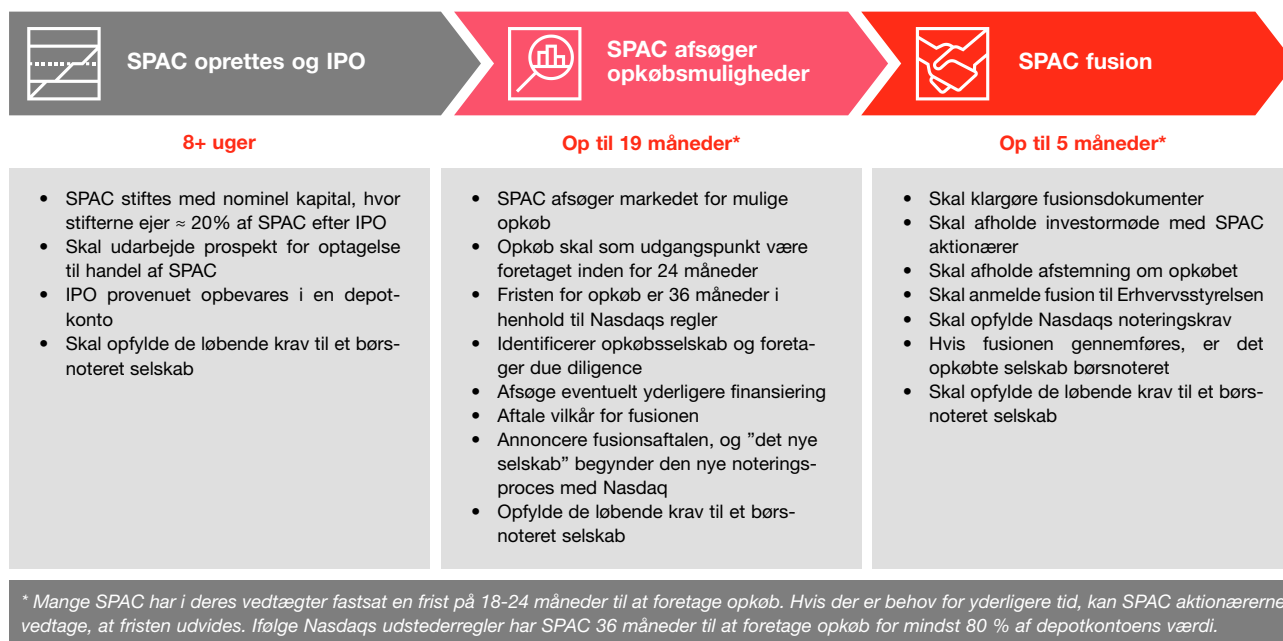
Indtil SPAC'et har foretaget opkøb for 80 % af depotkontoen, skal aktionærerne have ret til kontant indløsning af deres aktier. Det samme gælder, hvis SPAC'et ikke foretager det nødvendige opkøb inden for den frist, der følger af selskabets vedtægter eller Nasdaqs udstederregler.

Når der er indgået aftale om opkøb, og de to selskaber er blevet fusioneret, skal SPAC'et igangsætte en ny noteringsproces, og Nasdaq skal bekræfte, at selskabet (SPAC + opkøbt selskab) opfylder noteringskravene (svarende til kravet ved væsentlig ændring af udsteders forretning).

En del noteringskrav må formodes allerede at være opfyldt af SPAC'et, såsom offentliggørelsen af et prospekt, aktiernes omsættelighed, spredningskravet mv. Derimod er kravene til for eksempel tre års regnskabshistorie, forretningsaktivitet mv. relevante ved Nasdaqs vurdering.

Der er prospektpligt, når SPAC'et skal optages til handel på det regulerede marked. Da der på dette tidspunkt ikke er nogle aktiviteter i selskabet, vil omfanget af oplysninger i prospektet dog være begrænsede. Kun hvis der bliver udstedt nye aktier i forbindelse med fusionen med det opkøbte selskab, vil der være prospektpligt på dette tidspunkt. Se mere om prospekter i afsnit 1.8 *Prospekt*.

Et SPAC har tre overordnede livsfaser



Børsskal

Det sker, at et børsnoteret selskab frasælger sine aktiviteter eller må opgive det produkt, der skulle være selskabets grundlag. Hermed står ejerne tilbage med et børsnoteret selskab uden aktivitet – en såkaldt børsskal.

I de tilfælde kan ejerne vælge at opretholde noteringen med det formål at blive opkøbt af et selskab, der vil opnå en børsnotering ved at fusionere med børsskallen.

Det følger af Nasdaqs udstederregler (se mere i afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav*), at hvis en udsteder undergår en væsentlig ændring af forretningen og som følge heraf kan anses som værende et nyt selskab, kan børsen iværksætte en undersøgelse af, om det nye selskab lever op til børsens regler for optagelse til handel. I den forbindelse kan Nasdaq også kræve, at udsteder opfylder specifikke oplysningskrav.

Hvis der er tale om fusion med en børsskal, vil der uden tvivl være tale om en væsentlig ændring af udsteders forretning, hvorfor Nasdaqs regler skal imødekommes.

I forbindelse med fusionen vil der typisk bliver udstedt nye aktier til brug for finansieringen af fusionen. Samtidig vil der ofte bliver foretaget et offentligt udbud af nye aktier for at få flere nye investorer med om bord. I den forbindelse vil der skulle udarbejdes et prospekt¹, der beskriver det ny selskab. Se mere om prospekter i afsnit 1.8 *Prospekt*.

PwC's værktøj:



Da kontrollen med det børsnoterede selskab som udgangspunkt skifter i forbindelse med fusionen, vil der også skulle udarbejdes et overtagelsestilbud til det oprindelige selskabs aktionærer. Se mere om overtagelsestilbud i afsnit 2.24 *Overtagelsestilbud*.

1.4 Er selskabet børsmodent?

At blive optaget til handel kræver, at selskabet er klar til den omvæltning, det er for hele organisationen.

Som organisation er det vigtigt at være klar over, hvor parat (moden) virksomheden er til at være børsnoteret på en række parametre. Det gør det muligt at fokusere indsatsen og være så forberedt som muligt, når børsnoteringen gennemføres.

PwC kan hjælpe med at få et sådant overblik ved hjælp af en "IPO readiness assesment".

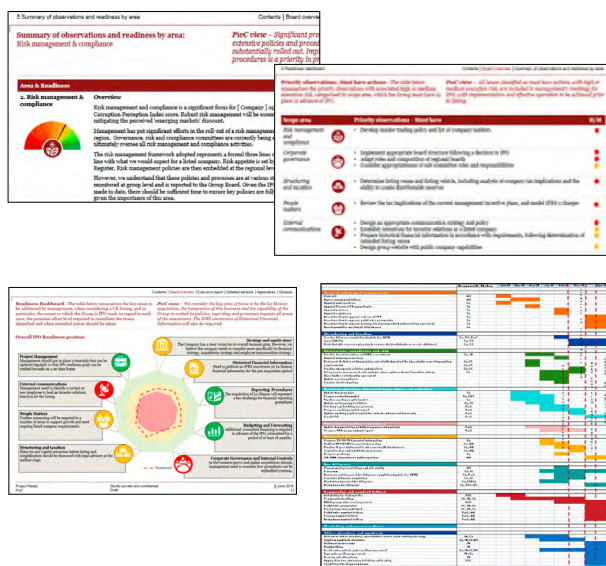
PwC's værktøj

PwC har udviklet et værktøj (IPO readiness assesment tool), der kan hjælpe med at vurdere, hvor klar selskabet er til en børsnotering ved at analysere en række essentielle faktorer, identificere indsatsområder og fremlægge en aktionsplan.

Ved brug af PwC's værktøj skaber vi, via drøftelser med selskabets ledelse og relevante medarbejdere, et overblik over, hvor virksomheden står på en række vigtige parametre, så som strategi, intern rapportering, eksternt kommunikation mv.

¹ Prospektreglerne indeholder en undtagelse for fusioner hvorfor et udvidet fusionsdokument vil kunne anvendes i stedet for et egentligt prospekt.

- Ad. 1. Den nuværende situation i virksomheden kortlægges ved hjælp af prædefinerede spørgsmål på en række essentielle områder:
- Historiske regnskabsoplysninger
 - Procedurer for finansiell rapportering
 - Forretningsplaner, budgetter og forventninger
 - Selskabsledelse og intern kontrol
 - Struktur og skat
 - Ledelse og medarbejdere
 - It
 - Strategi og virksomhedens fortælling (equity story)
 - Kommunikation med investorer og andre interessenter
 - Projektledelse
 - Finansfunktionen
 - Bæredygtighed (ESG).
- Ad. 2. De områder, der skal prioriteres, for at selskabet bliver klar til en børsnotering, identificeres.
- Ad. 3. Værktøjet skelner mellem "IPO-krav" (lovkrav – soft law og hard law og markedspladsens regler) og "nice to have" (hvad der typisk kræves af et børsnoteret selskab).
- Ad. 4. De identificerede indsatsområder konverteres til en konkret aktionsplan.
- Ad. 5. De identificerede indsatsområder prioriteres, så de håndteres i den mest hensigtsmæssige rækkefølge.
- Ad. 6. Der opstilles en overordnet tidsplan, hvor ansvarsområder er allokateret.



Værktøjet giver mulighed for at vælge de områder, der bliver undersøgt, og på den måde skræddersy værktøjet efter selskabets behov og ønsker. Det betyder, at værktøjet ikke kun er relevant ved store børsnoteringer.

En undersøgelse af, hvor børsmodent et selskab er, er ikke kun et internt værktøj, men kan også anvendes, når selskabet skal tiltrække investorer. For at øge muligheden for, at børsnoteringen bliver succesfuld, er det ofte nødvendigt at have indgået aftale med ankerinvestorer (cornerstone investors),

der giver forlods tegningstilsagn og derved blåstempler børsnoteringen. Disse investorer vil ofte kræve, at selskabet har undergået en readiness assessment.

Derudover kan undersøgelsen danne grundlag for en del af de dokumenter, der skal udarbejdes i forbindelse med børsnoteringen.

1.5 Markeder

En operatør af et multilateralt handelssystem i Danmark (fx Nasdaq Main Market og Nasdaq First North Growth Market) skal have tilladelse af Finanstilsynet.

Et multilateralt handelssystem er defineret som ethvert system eller enhver facilitet, hvor forskellige tredjeparters købs- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kan sammenføres. Drift af et multilateralt system vil typisk indebære, at operatøren, der driver markedspladsen, driver et system, hvor der sker matching af ordrer, dvs. at modsatrettede ordrer parres med hinanden.

Drift af et multilateralt system kan dog også bestå i forvaltning af handelsprotokoller, herunder drift af et system, der giver brugerne mulighed for at handle til prisstillelser, som de har modtaget fra andre leverandører.

Et multilateralt system står i modsætning til et bilateralt system, hvor for eksempel et fondsmæglerselskab udfører handel for egen regning. Det gælder, uanset om fondsmæglerselskabet i et bilateralt system indtræder i forholdet mellem køber og sælger som en risikofri modpart.

Der findes også eksempler på systemer, hvor transaktionen foretages af de involverede parter efter udveksling af købs- eller salgsinteresser, og derved ikke i et multilateralt handelssystem.

Markeder

I lov om kapitalmarkeder dækker begrebet "markeder" over regulerede markeder (RM), multilaterale handelsfaciliteter (MHF) eller organiserede handelsfaciliteter (OHF). Markedspladserne kan overordnet beskrives som de steder, hvor købere og sælgere på en organiseret måde kan mødes og indgå handler om finansielle instrumenter.

- Et reguleret marked:
 - o Defineret som et multilateralt system, der drives i overensstemmelse med bestemmelserne i kapitel 12-14, 22 og 23 i lov om kapitalmarkeder.
- En multilateral handelsfacilitet:
 - o Defineret som et multilateralt handelssystem, der drives i overensstemmelse med bestemmelserne i kapitel 17, 18, 20, 22 og 23 i lov om kapitalmarkeder.
- En organiseret handelsfacilitet:
 - o Defineret som et multilateralt system, der ikke er et reguleret marked eller en MHF
 - o En OHF må ikke benyttes til handel med andre finansielle instrumenter end obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater.

- Et SMV-vækstmarked:
 - o Defineret som en MHF, der af Finanstilsynet er registreret som et SMV-vækstmarked.
 - o Retter sig mod organiseret handel med finansielle instrumenter udstedt af små og mellemstore virksomheder.
 - o Udover kravene til en MHF, skal mindst 50 % af udstederne være små eller mellemstore virksomheder (SMV'er), der i de foregående tre kalenderår havde en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR baseret på kursværdien ved årets udgang på det tidspunkt, hvor handelsfaciliteten blev registreret som et SMV-vækstmarked.

Små og mellemstore virksomheder er selskaber, der ifølge de seneste årsregnskaber eller konsoliderede regnskaber opfylder mindst to af følgende tre kriterier:

- Et gennemsnitligt antal ansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250,
- En samlet balance, der ikke overstiger 43.000.000 EUR,
- En årlig nettoomsætning, der ikke overstiger 50.000.000 EUR.

Markeder i Danmark

I Danmark er der to markeder for aktier, der begge drives af Nasdaq Copenhagen A/S:

- Reguleret marked – Nasdaq Copenhagen Main Market (Københavns Fondsbørs)
- SMV-vækstmarked – Nasdaq First North Growth Market Denmark.

Regler

Markedsmisbrugsforordningen finder anvendelse på alle typer af markeder. Derimod gælder reglerne for overtagestilbud og storaktionærer kun på et reguleret marked og derved ikke på en MHF og OHF. Derudover er der alene prospektpligt ved optagelse til handel på et reguleret marked og derved ikke på en MHF og OHF. Udsteder skal dog altid være opmærksom på prospektpligten ved offentlige udbud af værdipapirer.

Europa-Kommissionen har fokus på at gøre det lettere for små og mellemstore virksomheder at benytte kapitalmarkedet til at finansiere deres virksomhed. Det må derfor forventes, at der løbende sker tilretning af kravene på SMV-vækstmarkeder, så de differentierer sig mere og mere fra en almindelig MHF og et reguleret marked.

Bogens afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav* omhandler Nasdaqs udstederregler ved optagelse til handel. Heri ses, at der er forskel på kravene til at blive optaget til handel på det regulerede marked (Nasdaq Copenhagen Main Market) og deres SMV-vækstmarked (Nasdaq First North Growth Market Denmark). Se også afsnit 1.6 *Officiel*

notering, hvoraf det fremgår, at det kun er muligt at blive officielt noteret på et reguleret marked.

1.6 Officiel notering

Som det fremgår af forrige afsnit, er der ikke stor forskel på den regulering, udsteder er omfattet af på de forskellige former for markedspladser.

Det er dog fortsat det regulerede marked, som er det mest regulerede og det centrale marked. Der er også fortsat en del anden regulering, der henviser til et reguleret marked, når formålet er gennemsigthed og likviditet i handelen.

Officiel notering

Selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, kan søge om at få disse "officielt noteret" på markedspladsen. Dette er ikke muligt for selskaber, hvis aktier er optaget til handel på en MHF, hvor aktierne alene kan være optaget til handel.

På et reguleret marked er det operatøren, der sørger for klare regler for optagelse af finansielle instrumenter, herunder aktier, til handel på det regulerede marked.

I forhold til officiel notering er det derimod Finanstilsynet, der formelt træffer beslutning om officiel notering på markedspladsen. Dette kan ske, hvis aktierne er optaget eller vil blive optaget til handel på et reguleret marked.

Reglerne for officiel notering udspringer af direktiv 2001/34/EF vedrørende betingelserne for værdipapirers optagelse til officiel notering på en fondsbørs. Direktivet opstiller minimumsbetingelser for værdipapirers optagelse til officiel notering på fondsbørser, der er beliggende eller udøver virksomhed i medlemsstaterne, uden dermed at give udstederne en ret til børsnotering. Direktivet er implementeret i dansk ret i lov om kapitalmarkeder § 83 og i bekendtgørelse nr. 1170 af 31. oktober 2017 om betingelserne for officiel notering (noteringsbekendtgørelsen).

Ved at få aktierne officielt noteret viser selskabet, at de opfylder de minimumsbetingelser for værdipapirers optagelse til officiel notering, som er fastsat i direktivet.

Krav

Betingelserne for aktiers officielle notering er givet i noteringsbekendtgørelsens bilag 1. Heraf fremgår følgende krav:

- Betingelser vedrørende det selskab, hvis aktier er genstand for ansøgning:
 - o Retlige stilling i overensstemmelse med de for selskabet gældende retsfor skrifter med hensyn til såvel dets stiftelse som til dets vedtægtsmæssige virksomhed
 - o Regnskabshistorik på minimum tre regnskabsår.
- Betingelser vedrørende aktierne:
 - o Aktiernes retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for aktier gældende retsfor skrifter, hvilket i Danmark vil være selskabslovens krav til kapitalandele
 - o Frit omsættelige

- o Ved offentligt udbud skal tegningsperioden være afsluttet forud for officiel notering
- o Tilstrækkelig spredning (mindst 25 % af den tegnede kapital fordelt i offentligheden)
- o Ansøgning skal omfatte alle aktier i samme aktieklasse
- o Ydre udformning for aktier udstedt af udstedere ikke hjemmehørende i Danmark
- o Tjek af behov for at beskytte investorer ved udstedere fra tredjelande.

Nasdaq

Finanstilsynets beføjelser i henhold til reglerne om officiel notering er delegeret fra Finanstilsynet til Nasdaq Copenhagen A/S, jf. bekendtgørelse nr. 1180 af 2. november 2017, hvorefter Nasdaq træffer beslutning om værdipapirers optagelse til officiel notering i Danmark.

Det betyder, at Nasdaq Copenhagen i Danmark både træffer beslutning om aktiernes optagelse til handel på deres markedsplads og om officiel notering på det regulerede marked.

Da kravene for optagelse til handel på Nasdaq Copenhagen Main Market opfylder kravene i noteringsbekendtgørelsen, bliver de aktier, der skal handles på det regulerede marked, Nasdaq Copenhagen Main Market som udgangspunkt optaget til "handel og officiel notering".

1.7 Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav

Et reguleret marked og en operatør af en multilateral handelsfacilitet skal have klare og gennemskuelige regler og procedurer, der sikrer en redelig og korrekt handel og opstiller objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer.

Nasdaq har udstedt udstederregler for henholdsvis deres Main Market (reguleret marked) og First North Growth Market (MHF), der gælder for de nordiske markedspladser.

Reglerne for selskaber, der er optaget til handel, er beskrevet i afsnit 2.13 *Nasdaqs udstederregler*. I nærværende afsnit behandles reglerne om optagelseskrav på de to markedspladser.

Nasdaq Copenhagen Main Market

Udstederreglerne på Nasdaq Copenhagen Main Market er fælles med de nordiske markedspladser med tillægsregler for de enkelte markedspladser. Reglerne indeholder blandt andet optagelseskrav.

Når udsteder for første gang skal have aktier optaget til handel på det regulerede marked eller ved væsentlige ændringer i udsteders forretning, skal der indledes en proces for optagelsen.

Ved optagelsen gælder følgende krav:

- Historisk finansiel information om udsteder:
 - o Udsteder skal have offentliggjort mindst tre års regnskaber i overensstemmelse med de regnskabsregler, der gælder for udsteder², og der skal være tilstrækkelig information til, at markedspladsen og investorer kan vurdere udviklingen i udsteders forretning.
- Rentabilitet og driftskapital:
 - o Udsteder skal påvise, at det har dokumenteret indtjeningsevne på koncernniveau eller som alternativ påvise, at det har tilstrækkelig driftskapital til rådighed for deres planlagte aktiviteter i mindst tolv måneder efter den første handelsdag.
- Aktiernes markedsværdi:
 - o Aktierne skal have en forventet samlet kursværdi på mindst 1 mio. EUR.

Derudover er der en række løbende krav, herunder:

- at aktierne skal være i overensstemmelse med de retsskrifter, der gælder på udsteders stiftelsessted
- at aktierne skal have de nødvendige lovmæssige eller andre godkendelser
- at aktierne skal være frit omsættelige
- at hele aktieklassen skal være optaget til handel
- at der er tilstrækkelig likviditet i aktierne – 25 % af udsteders aktier skal som udgangspunkt være fordelt i offentligheden
- at udsteder skal leve op til de relevante Anbefalinger for god Selskabsledelse (se mere i afsnit 2.14 *Corporate Governance*)
- at udsteders bestyrelse og ledelse skal kende udsteder – tilfældet, hvis ansat tre måneder inden optagelse til handel
- at udsteder skal have interne procedurer og systemer på plads:
 - o Udsteder skal have en informationspolitik, der sikrer, at selskabet kan leve op til forpligtelsen til at offentliggøre finansielle informationer og opfylde den løbende oplysningsforpligtelse. Udsteder skal sikre, at der altid er mindst en person tilgængelig til at kommunikere eksternt.

Nasdaq Copenhagen,

Nasdaq First North Growth Market Denmark

Udstederreglerne på Nasdaq First North Growth Market Denmark er fælles med de øvrige nordiske markedspladser. Reglerne indeholder blandt andet optagelseskrav.

Aktier kan blive optaget til handel på Nasdaq First North Growth Market, når markedspladsen mener, at udsteder lever op til markedspladsens regler, og det er i offentlighedens interesse.

² Et dansk selskab skal som udgangspunkt have offentliggjort tre års regnskaber efter årsregnskabsloven. Når selskabet er optaget til handel på et reguleret marked, skal det udarbejde regnskaber efter IFRS. I det prospekt, der skal udarbejdes ved optagelsen af aktierne, skal regnskaberne for de seneste to år præsenteres i henhold til de regler, der gælder for selskabet fremadrettet. Det betyder, at i prospektet skal de historiske regnskaber for de seneste to år præsenteres efter IFRS. Se mere om prospekter i afsnit 1.8 *Prospekt* og 2.12 *Kapitalforhøjelse*.

Når en udsteder ønsker at få deres aktier optaget til handel, indledes en proces for optagelsen.

Der er i udstederreglerne en række krav til udsteder, herunder:

- Tilstrækkelig forudsætning for udbud og efterspørgsel – opfyldt hvis der er et passende antal aktionærer (som udgangspunkt 300), der besidder aktier for mindst 500 EUR, og hvis mindst 10 % af aktieklassen er fordelt i offentligheden.
- Aktierne skal være elektroniske.
- Hele aktieklassen skal være optaget til handel.
- Hvis udsteder ikke er profitabel, skal udsteder på optagelsestidspunktet mindst have arbejdskapital til 12 måneder.
- Selskabet skal have opereret i mindst 6 måneder.
- Udsteders organisation skal have relevante kvalifikationer og tilstrækkelige kompetencer.
- Udsteder skal have kapacitet til at leve op til deres oplysningsforpligtelse.
- Udsteder skal engagere en Certified Adviser, der er ansvarlig for:
 - o Hjælp og support i listing (optagelse) processen
 - o At supportere og sikre overholdelse af udstederreglerne på markedspladsen
 - o At overvåge udsteders overholdelse af udstederreglerne og har pligt til at indrapportere overtrædelser til markedspladsen.

Ved ansøgning om optagelse til handel skal udsteder offentliggøre en virksomhedsbeskrivelse. Indholdskravene fremgår af udstederreglerne. Hvis udsteder udarbejder et prospekt i henhold til reglerne i lov om kapitalmarkeder, træder prospektet i stedet for virksomhedsbeskrivelsen.

Nasdaq First North Premier Growth Market

Nasdaq First North Premier Growth Market er et segment under Nasdaq First North Growth Market. Ud over reglerne der gælder for First North Growth Market, er der i Nasdaqs regelsæt fastsat nogle yderligere krav til udsteder:

- Ved aflæggelse af regnskaber skal udsteder anvende IFRS, og inden aktierne optages til handel skal minimum en finansiell rapport (kvartals- eller halvårsrapport) være udarbejdet efter IFRS.
- Der skal være tilstrækkelig likviditet i aktierne – 25 % af udsteders aktier skal som udgangspunkt være fordelt i offentligheden.
- Aktierne skal løbende have en markedsverdi på mindst 10 mio. EUR.
- Udsteder skal leve op til de relevante Anbefalinger for god Selskabsledelse (se mere i afsnit 2.14 *Corporate Governance*).

1.8 Prospekt

Ved en børsintroduktion på et reguleret marked er prospektet det centrale dokument. Der er krav om, at der skal offentliggøres et af Finanstilsynet godkendt prospekt forud for optagelsen til handel, og de ansvarlige skriver under på, at oplysningerne i prospektet er korrekte, og at der ikke er ude-

ladt væsentlige oplysninger. Der bliver derfor brugt mange ressourcer på at få prospektet på plads, og oplysningerne bliver afstemt med de oplysninger, der benyttes i diverse investorpræsentationer.

Hvornår er der prospektpligt?

Der er to situationer, der udløser prospektpligt. Disse er, når værdipapirer optages til handel på et reguleret marked, og når værdipapirer udbydes til offentligheden.

Det betyder, at der altid er prospektpligt ved en IPO (børsintroduktion) på et reguleret marked. Derimod er der ikke prospektpligt ved optagelse til handel på en multilateral handelsfacilitet, fx First North Growth Market.

Derudover er der prospektpligt for offentlige udbud over en vis grænse. Grænsen i prospektforordningen er 1 mio. EUR med mulighed for medlemslandene til at fastsætte en højere grænse. I Danmark er grænsen fastsat til udbud over 8 mio. EUR. Da det er en national grænse, skal udsteder være opmærksom på grænserne i de øvrige lande, hvis det offentlige udbud er grænseoverskridende.

Når aktier skal optages til handel på et reguleret marked, skal der udarbejdes et prospekt til brug for optagelsen. Prospektet kan samtidig benyttes til et offentligt udbud, når udbuddet er beskrevet i prospektet, og prospektet er offentliggjort forud for udbuddet.

Når aktier skal optages til handel på en multilateral handelsfacilitet, er der ikke krav om et prospekt for selve optagelsen til handel. Derimod skal der udarbejdes et prospekt, hvis der i forbindelse med optagelsen bliver foretaget et offentligt udbud omfattet af reglerne.

Der er en række undtagelser til prospektpligten for offentlige udbud, herunder udbud rettet til færre end 150 personer, udbud rettet til kvalificerede investorer og udbud, hvor modydelsen pr. investor er over 100.000 EUR.

Der er også en række undtagelser for prospektpligten ved optagelse til handel på et reguleret marked, men de forudsætter alle, at udsteder i forvejen har aktier i samme klasse optaget til handel på et reguleret marked.

Indholdskrav

Europa-Kommissionen har udstedt en delegeret forordning ((EU) 2019/980), som supplerer prospektforordningen, for så vidt angår formatet af prospekter og angivelse af de specifikke oplysninger, der skal indgå i prospektet. Informationskravene til de enkelte prospekter afhænger af typen af værdipapirer og udsteder.

"Standardprospekt"

Der er for udstedere flere muligheder for at udarbejde prospekter med indholdskrav, som er tilpasset udsteder og den aktuelle situation. Ved en IPO skal det prospekt, der er udgangspunktet for de lempeligere krav, benyttes (standardprospektet).

I følgende situationer skal "standardprospektet" anvendes:

- Når værdipapirer skal optages til handel på et reguleret marked, og udsteder ikke i forvejen har lignende værdipapirer optaget til handel.
- Når der foretages et offentligt udbud af værdipapirer, hvis et sådan udbud ikke er omfattet af et af de øvrige regelsæt.

Kravene til indholdet findes i bilag 1 og 11 i Kommissionens delegerede forordning (EU) (2019/980).

Øvrige prospekter

Udstedere, der skal have aktier optaget til handel på et SMV-vækstmarked, kan som udgangspunkt anvende bilagene for EU-vækstprospektet, der er omhandlet nærmere i afsnit 2.12 *Kapitalforhøjelse*.

Udstedere, der allerede har aktier af samme klasse optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked, kan benytte bilagene for "sekundære udstedelser og -udbud" eller "EU-genopretningsprospektet". Også disse er nærmere omhandlet i afsnit 2.12 *Kapitalforhøjelse*.

Tillægsprospekt

Enhver væsentlig ny omstændighed, fejl eller unøjagtighed vedrørende oplysningerne i prospektet, der kan påvirke vurderingen af værdipapirerne, og som indtræffer eller konstateres mellem tidspunktet for godkendelsen af prospektet og afslutningen af udbudsperioden eller starten af handlen på et reguleret marked, alt efter hvad der sker sidst, skal angives i et tillæg til prospektet uden unødigt forsinkelse.

Hvis der opstår forhold, der gør, at oplysningerne i prospektet ikke længere er korrekte, skal de derved ændres via et tillægsprospekt. Det gælder også, hvis udsteder vil ændre i udbudsvilkårene, fx ved at sænke eller hæve prisen.

Ved offentliggørelse af et tillægsprospekt, skal der gives to dages tilbagetrædelsesret til de investorer, der har afgivet tegningstilsagn og endnu ikke har fået leveret aktierne³. Pligten til at give tilbagetrædelsesret gælder i udbudsperioden. Er udbudsperioden slut, og aktierne endnu ikke optaget til handel, er der således pligt til at offentliggøre et tillægsprospekt, men ikke pligt til at give tilbagetrædelsesret til investorerne.

Udsteder skal være opmærksom på, at det ikke er muligt at ændre på udbudsvilkårene i prospektet, når udbudsperioden er slut.

Erklæringer

I prospektet skal der være en erklæring (eng. "declaration") fra de ansvarlige for prospektet. Af erklæringen fremgår, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger i prospektet, som kan påvirke dets indhold. Finanstilsynet kræver, at erklæringen underskrives af selskabets direktion og bestyrelse.

Prospektet skal indeholde reviderede historiske regnskabsoplysninger om udsteder og revisionsberetningen for hvert år. Hvor mange års historiske regnskaber og revisionsberetninger, der skal medtages, afhænger af, hvilket prospekt der udarbejdes.

Hvis der i prospektet indgår proforma regnskabsoplysninger, fremgår det af den delegerede forordning, at prospektet skal indeholde en rapport fra udsteders revisor, hvor de anfører, at proformaregnskabsoplysningerne er blevet indsamlet⁴ på forsvarlig vis på det beskrevne grundlag, og at dette grundlag er i overensstemmelse med udsteders regnskabspolitikker.

Derudover skal der i prospektet være en række erklæringer (eng. "statements") fra udsteder, bl.a. om forventningerne, arbejdskapitalen og væsentlige ændringer i udsteders finansielle forhold. Der er ikke krav om, at disse erklæringer underskrives særskilt i prospektet.

Det gælder for flere af disse erklæringer, at udsteder normalt vil indhente private erklæringer fra revisor, der understøtter de afgivne erklæringer. Ofte udstedes erklæringerne også til de banker, der er en del af udstedelsen. Se mere om erklæringerne i afsnit 1.10 *Comfort i forbindelse med prospekter*.

Godkendelsesproces

Et prospekt skal godkendes af Finanstilsynet inden offentliggørelse. Processen er nærmere gennemgået i afsnit 2.12 *Kapitalforhøjelse*.

1.9 Verifikation

Der er en fast praksis for, at der i forbindelse med udarbejdelsen af et prospekt bliver foretaget en verifikation af prospektudkastets oplysninger. Verifikationen har til formål at konstatere, om oplysningerne i prospektudkastet er korrekte og fyldestgørende og i modsat fald sikre, at de ændres i prospektet.

Prospektreglerne kræver, at de ansvarlige for prospektet skal erklære, at oplysningerne i prospektet efter deres bedste

³ Som led i genopretningsaftalen er bestemmelsen blevet ændret, så der indtil den 31. december 2022 gælder en ret for investorer til at trække deres accept tilbage på tre dage, jf. prospektforordningen, artikel 23, stk. 2a.

⁴ Forordningens engelske ordlyd: "has been properly compiled". I henhold til ISAE 3420, afsnit 35 (j), kan der anvendes to alternative konklusioner, hvor den version, der bedst reflekterer forordningens krav, er "de proforma finansielle oplysninger er i alle væsentlige henseender opstillet på grundlag af de [relevante kriterier]". For at leve op til den danske ordlyd i forordningen, anbefales det, at følgende konklusion anvendes i erklæringen: "Det er vores opfattelse, at proforma finansielle oplysninger i alle væsentlige henseender er opstillet, herunder indsamlet, på forsvarlig vis på det beskrevne grundlag...".

vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger i prospektet, som kan påvirke dets indhold.

Selvom ansvaret derved formelt ligger på udsteder, er det som regel udsteders finansielle rådgiver, der forlanger, at prospektet gennemgås af en ekstern part for at begrænse risikoen for de involverede.

Verifikationsprocessen

Verifikation forstås ofte af udsteders finansielle rådgivers advokat, der i forvejen bistår i forbindelse med børsnoteringen.

Verifikationen skal sikre en efterprøvning af og dokumentation for, at de væsentligste oplysninger i prospektet er korrekte og retvisende.

Verifikationsadvokaten udarbejder et verifikationsdokument på baggrund af prospektudkastet. Verifikationsdokumentet indeholder en lang række spørgsmål, som udsteder, udsteders revisor, udsteders finansielle rådgiver og udsteders advokat skal besvare.

Med baggrund i verifikationsdokumentet og de besvarede spørgsmål afholdes et verifikationsmøde, hvor dokumentet tales igennem, og udsteders ledelse med bistand fra deres revisor, finansielle rådgiver og advokat besvarer de spørgsmål, verifikationsadvokaten har. På baggrund af verifikationsmødet tilrettes verifikationsdokumentet, og prospektet opdateres, hvis det har vist sig nødvendigt.

Verifikationsdokumentet er ikke offentligt tilgængeligt, men er et dokument, som de involverede parter (ledelsen og relevante rådgivere) kan benytte ved eventuelle søgsmål. Det vil også indgå som del af beslutningsgrundlaget, når bestyrelsen skal underskrive prospektets ansvarserklæring.

Bank Trelleborg-sagen

Verifikationen giver således sikkerhed for udsteder og har også i retssager vist sig som et vægtigt element ved vurderingen af ansvar.

I BankTrelleborg-sagen (Højesterets dom af 18. januar 2013 i sag 141/2012) blev der i dommen lagt vægt på, at "... Som nævnt kunne håndpantstætningerne på prospekttidspunktet have været konstateret ved en enkel og hurtig undersøgelse, men en sådan undersøgelse blev ikke foretaget og håndpantstætningerne ikke opdaget".

Sparekassen SparTrelleborg blev i 2007 omdannet til et bankaktieselskab, BankTrelleborg A/S, og selskabets aktier blev optaget til handel på det regulerede marked, Nasdaq Copenhagen. Ved omdannelsen blev sparekassens garantier tilbudt aktier i det nye aktieselskab. I sagen tages der stilling til, om prospektet i forbindelse med omdannelse fra sparekasse til bank og efterfølgende børsnotering var mangelfuldt, og om banken var ansvarlig for det tab, som sparekassens tidligere garantier havde lidt ved konvertering til aktier.

I januar 2009 erhvervede Sydbank samtlige aktier i BankTrelleborg, og i forlængelse heraf fusionerede bankerne med Sydbank som det fortsættende selskab. Sydbank var derfor den sagsøgte part i sagen.

Ud fra oplysningerne i prospektet var der ikke stillet sikkerhed for bankens gæld. Det viste sig efterfølgende, at der overfor Spar Nord var givet håndpant i to indlånskonti på i alt ca. 300 mio. DKK. I sagen skulle det vurderes, om prospektet var retvisende, eller om det indeholdt væsentlige mangler.

Højesteret konkluderede, at prospektet var behæftet med væsentlige mangler, og at banken havde handlet ansvarspådragende. Højesteret lagde her vægt på, at der i forbindelse med prospektudarbejdelsen ikke var blevet fastsat og fulgt procedurer for undersøgelse og kontrol af en så væsentlig oplysning i prospektet.

Højesteret lagde derefter til grund, at når en aktietegning i et selskab er sket på grundlag af et prospekt med mangler i form af urigtige og manglende oplysninger, der efter en samlet bedømmelse er af væsentlig betydning for bedømmelsen af selskabet, er der en formodning for, at aktietegningen ikke var sket, hvis prospektet havde indeholdt rigtige og fuldstændige oplysninger.

Kontrol af oplysningerne i prospektet

Med dommen fastsættes det, at oplysningerne i et prospekt skal være retvisende, og at der er en formodning for, at investor ikke ville have investeret i aktierne, hvis prospektet havde været retvisende.

Højesteret lægger i dommen vægt på, at udsteder ikke har foretaget de undersøgelser af oplysningerne i prospektet, som kunne have forhindret fejlen.

Det har medført den faste praksis for, at udsteders finansielle rådgivere hyrer en verifikationsadvokat til at efterprøve oplysningerne i prospektet.

Der synes med dommen ikke at være fastlagt en fast form for, hvilken efterprøvning der er nødvendig. Udsteder vil derved sandsynligvis kunne leve op til kravet om kontrol af oplysningerne, uden at der udarbejdes en egentlig verifikation som beskrevet i nærværende afsnit.

Det er dog uomtvisteligt, at udsteder står sig bedst ved at have efterprøvet og dokumenteret, om oplysningerne i prospektet er korrekte, og om der er udeladt oplysninger, der er nødvendige for investorernes vurdering af selskabet og de relevante værdipapirer.

1.10 Comfort i forbindelse med prospekter

På de områder, hvor de ansvarlige for prospektet afgiver erklæringer, ønsker såvel ledelsen som banken ofte comfort til afdækning af deres forpligtelser. "Private comfort" dækker således blandt andet over de erklæringer, revisor udarbejder til intern afdækning af risiko. Erklæringerne er private og kan benyttes af de personer, de er rettet til, hvis der



opstår retstvister. Private comfort står i modsætning til de erklæringer revisor kan afgive i prospektet, som er offentligt tilgængelige.

"Private comfort"

"Private comfort" fra revisor omfatter normalt:

- Comfort på finansielle oplysninger (circle-up):
 - o revisor gennemgår tallene i prospektet for at afstemme med udsteders regnskaber mv.
- Driftkapital (Working capital) og resultatforventninger (inkl. forudsætninger):
 - o Udsteder skal i prospektet erklære sig om, at selskabet har tilstrækkelig arbejdskapital til de næste 12 måneder regnet fra prospektdatoen. Revisor kan give "private comfort" om dette grundlag
 - o Udsteder skal i prospektet erklære sig om, at resultatforventningerne er udarbejdet på et grundlag, der er både sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger og i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper. Revisor kan give "private comfort" på en sådan erklæring. Derudover kan revisor give "private comfort" på, at forudsætningerne, som ledelsen har lagt til grund for resultatforventningerne i al væsentlighed, er fuldstændige, dokumenterede og ikke urealistiske.
- Skatteoplysninger:
 - o Det følger af prospektforordningen, at prospektet skal

indeholde en advarsel om, at skattelovgivningen i investors medlemsstat og udsteders indregistreringsland kan have indvirkning på indtægterne fra værdipapirerne. Derudover skal der være oplysninger om beskatning af værdipapirerne, hvis den foreslåede investering er omfattet af en særlig beskatningsordning gældende for den pågældende investeringstype. Mange udstedere vælger at medtage en beskrivelse af de skatteregler, der gælder for investorer i de forskellige lande prospektet retter sig imod. Revisor kan give "private comfort" på et sådant skatteafsnit.

- Efterfølgende begivenheder og evt. påvirkning på prospekt/finansielle oplysninger:
 - o Prospektet skal indeholde en beskrivelse af væsentlige ændringer i koncernens finansielle stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskaber eller foreløbige regnskabsoplysninger eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet. Revisor kan give "private comfort" om evt. efterfølgende begivenheder.
- Review af kvartalsrapporter:
 - o Der er ikke krav om, at periodiske regnskabsoplysninger, der medtages i prospektet, er reviderede eller reviewet. Ifølge forordningen, skal det fremgå af prospektet, hvis de ikke er reviderede eller kontrollerede (PwC: reviewede). De involverede banker vil typisk kræve, at der foretages review af regnskabsoplysningerne.

Derudover kommer Legal Comfort letters og Legal Opinion fra advokater.

Rapporter

I forbindelse med IPO-processen vil udsteders revisor ofte assistere med udarbejdelsen af "Long Form Report"

Long Form Report

Long Form Report er en omfattende analytisk rapport, der dækker udsteders operationelle og økonomiske resultater i den periode, de historiske regnskaber i prospektet dækker (typisk tre år).

Indholdet aftales med udsteders finansielle og juridiske rådgivere. Som udgangspunkt indeholder rapporten følgende afsnit:

- Historie og beskrivelse af udsteders forretning.
- Procedurer for finansiell rapportering.
- Procedurer for fastlæggelse af budget.
- Driftskapital.
- Skatteforhold.
- Transaktioner med nærtstående parter.
- Andre relevante forhold.

Ved udarbejdelsen er det vigtigt at være opmærksom på, om rapporten stemmer overens med prospektet og de præsentationer, der bliver lavet i forbindelse med noteringen, og om det er muligt at afstemme til udsteders regnskaber.

1.11 Prissætning

For selskaber, hvis aktier er optaget til handel, afspejles markedets værdiansættelse af selskabet ved den aktuelle aktiekurs. For selskaber, der er på vej på børsen, har hverken selskabet eller de kommende investorer en aktuel aktiekurs at basere værdiansættelsen på. Det er her vigtigt, at selskabet får fastsat den rigtige pris og er i stand til at understøtte prisen ved fortællingen om virksomheden i prospektet og i investorpræsentationer.

Værdiansættelse

Som det fremgik af afsnit 1.2 Dobbelt exitstrategi, kan en børsnotering ses som en exittransaktion for ejerne. En værdiansættelse er en del af beslutningsgrundlaget for at gennemføre transaktionen, og det er derfor vigtigt, at værdiansættelsen gennemføres på basis af indsigt i den pågældende industri samt erfaring og anvendelse af anerkendte og tidssvarende metoder.

PwC's rådgivning om værdiansættelse af virksomheder og kapitalandele er baseret på anerkendte metoder og et særdeles omfattende erfaringsgrundlag inden for forskellige industrier.

I forbindelse med en IPO er det typisk de involverede investeringsbanker, der står for værdiansættelsen og fastlægger prisen i samarbejde med selskabet. Prisen skal være rigtig både for de sælgende ejere og for de kommende investorer, hvilket er en vanskelig balancegang.

Ved vurderingen skal der tages højde for, om aktien allerede fra første handelsdag skaber udbytte til aktionærerne, eller om den skal ses som en vækstaktie, hvor investorerne skal købe ind i en vækstcase, der ikke på det aktuelle tidspunkt genererer en indtjening, der umiddelbart retfærdiggør prisen, men hvor den forventede kursudvikling er høj.

Prisspænd og book building

Selskabet og deres finansielle rådgivere vil på baggrund af værdiansættelsen og de efterfølgende drøftelser typisk fastsætte et spænd for udbudskursen.

Spændet offentliggøres i prospektet som det kursinterval inden for hvilket, investorer kan afgive deres tegningsordrer. I tegningsordrerne fremgår, hvor mange aktier den pågældende investor ønsker at købe til hvilken kurs inden for intervallet.

På baggrund af de tegningsordrer, der kommer ind, fastsættes den endelige pris af selskabet og dets finansielle rådgivere.

Fastsættelse af endelig pris

Ved den endelige prissætning skal der tages højde for, hvordan aktien vil reagere, når handlen på markedet begynder.

En del investorer vil forvente en umiddelbar stigning i aktiekursen i forbindelse med en IPO og har derfor kun investeret for at være en del af den umiddelbare kursstigning. Det er vigtigt, at der er tilstrækkelig efterspørgsel efter aktien til at undgå et umiddelbart fald i aktiekursen, da det kan være vanskeligt at rette op efterfølgende. Prisen vil derfor normalt blive fastsat, så der er større efterspørgsel, end der er udbudte aktier – udbuddet er overtegnet.

Det er også vigtigt at få fastsat den rigtige pris for at kunne anvende markedet til fremtidige emissioner, når selskabet har behov for vækstkapital. Det er alt andet lige lettere, hvis investorerne ikke har oplevet et stort kursfald i forbindelse med noteringen.

Stabilisering

For at imødekomme et umiddelbart kurspres på aktien i den første tid efter noteringen kan selskabet arrangere en stabiliseringsaftale.

Det at stabilisere kursen på en aktie vil som udgangspunkt være markedsmanipulation, da det holder kursen på et kunstigt niveau. Som det er nærmere beskrevet i afsnit 2.9 *Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter*, er der en undtagelse for stabiliseringsfaciliteter i forbindelse med udstedelse af nye aktier.

Stabiliseringen sker ved en overallokeringsret ("greenshoe option"), hvor der i udbuddet typisk sælges op til 15 % flere aktier, end der som udgangspunkt er udbudt. De ekstra aktier er som oftest lånt af eksisterende aktionærer med en option på at købe aktierne til udbudskursen. Det giver den mulighed, at de ekstra aktier kan købes tilbage i markedet, hvis der er behov. På den måde er det muligt at "holde hån-

den” under kursen ved at imødekomme et eventuelt salgspres. Stabilisering kan foretages i en periode på op til 30 dage efter udbuddets afslutning.

Hvis aktierne er købt tilbage i perioden, bliver de leveret tilbage til de aktionærer, de er lånt af. Hvis der ikke har været behov for at understøtte kursen, så aktierne ikke er købt tilbage, vil optionen blive udnyttet, hvorefter de aktionærer, der har udlånt aktierne, vil blive betalt for aktierne med udbudskursen.

1.12 Dokumenter og processer

Det er hårdt arbejde at gennemføre en IPO. Som det er beskrevet tidligere, er det vigtigt, at selskabet først og frem-

mest gør sig klart, hvilken exitstrategi der er den rigtige og får fastlagt den helt rigtige exithistorie.

Udsteder skal gennemgå selskabet og sikre, at det er klar til livet på børsen.

I sidste fase, inden selskabet kan blive optaget til handel, er der en række krav, der skal opfyldes med prospektet som omdrejningspunktet. Prospektet står dog ikke alene, og udsteder skal udarbejde en række yderligere dokumenter, blandt andet til brug for annoncering.

Nedenfor er oplistet de mest relevante dokumenter og processer, der er en del af en IPO, hvoraf enkelte bliver berørt i denne bog.



2. Regler for børsnoterede selskaber

Kapitlet behandler en række områder, udsteder skal være opmærksom på, når de har aktier optaget til handel på enten et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet, herunder et SMV-vækstmarked.

De fleste områder omhandler forpligtelser for udsteder, mens der er nogle enkelte, hvor forpligtelsen som udgangspunkt ligger på investorerne eller på medarbejderne, herunder reglerne om ledende medarbejders handlinger, storaktionærreglerne og reglerne om overtagelsestilbud. I de tilfælde skal udsteder dog være opmærksom på, at bestemmelserne også indeholder afledte forpligtelser for udsteder.

Der er tale om en kort introduktion til hvert emne, så udsteder kan blive introduceret til kravene.

2.1 Periodiske oplysningsforpligtelser

Udsteders periodiske oplysningsforpligtelse dækker over forpligtelsen til at offentliggøre årsrapporter og halvårsrapporter inden for fastlagte frister.

Med Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder er der fastlagt samstemmende regnskabsstandarder i Fællesskabet for de udstedere, hvis værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked, og som skal aflægge koncernregnskaber.

Reglerne i kapitalmarkedslovens §§ 26 og 27, der implementerer transparensdirektivets artikel 4 og 5, bevirker, at oplysningerne skal offentliggøres inden for et vist tidsrum efter regnskabsperiodens afslutning.

Hvem?

Reglerne gælder for udstedere, der har Danmark som hjemland, og hvis omsættelige værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked i et EU-/EØS-land. Reglerne gælder således ikke for udstedere, der har værdipapirer optaget til handel på en MHF. Disse selskaber skal dog være opmærksomme på markedspladsens regler, se afsnit 2.13 *Nasdaq's udstederregler*.

Frister

Af § 26 i lov om kapitalmarkeder fremgår det, at en udsteder af aktier og gældsbeviser senest fire måneder efter regnskabsperiodens udløb skal offentliggøre en årsrapport.

Af § 27 i lov om kapitalmarkeder fremgår det, at en udsteder af aktier og gældsbeviser hurtigst muligt og senest tre måneder efter halvårsperiodens udløb skal offentliggøre en halvårsrapport. Ved "hurtigst muligt" forstås, at udstederen skal sikre en kontinuerlig og løbende udarbejdelse af halvårsrapporten med henblik på offentliggørelse hurtigst muligt efter udløbet af halvåret. Der er således tale om en længere frist, end når der tales om "hurtigst muligt" i forhold til den løbende oplysningsforpligtelse, som gennemgås i afsnit 2.3 *Offentliggørelse af intern viden (løbende oplysningsforpligtelse)*.

Nasdaq har enslydende frister i deres udstederregler. Se mere om Nasdaq's udstederregler i afsnit 2.13 *Nasdaq's udstederregler*.

Virksomheder omfattet af regnskabsklasse B, C og D skal uden ugrundet ophold efter godkendelsen af årsrapporten indsende denne til Erhvervsstyrelsen. Årsrapporten skal være modtaget i styrelsen senest fem måneder efter regnskabsperiodens afslutning, idet fristen dog er fire måneder for virksomheder omfattet af regnskabsklasse D (børsnoterede selskaber), jf. årsregnskabslovens § 138.

Virksomheder, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, som er omfattet af årsregnskabslovens § 7, stk. 1, nr. 1 og 4, skal udarbejde halvårsrapport. Fristen for indsendelse af halvårsrapporten til Erhvervsstyrelsen er tre måneder efter udløbet af den pågældende halvårsperiode, jf. indsendelsesbekendtgørelsen, §§ 30 og 31. Fristen gælder tilsvarende for selskaber, der frivilligt udarbejder en delårsrapport for en periode forskellig fra seks måneder, og som ikke udelukkende er beregnet til virksomhedens eget brug.

Krav til regnskaber

Årsrapporten og halvårsrapporten skal udarbejdes i overensstemmelse med den nationale lovgivning i det land inden for EU/EØS, hvor udsteder er registreret. Se mere i afsnit 2.21 *Regnskaber*, om regnskaber for selskaber med aktier optaget til handel på et reguleret marked.

Offentliggørelse efter andre regler

Aktieselskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal i henhold til selskabslovens § 99, stk. 1, senest tre uger før generalforsamlingen gøre en række oplysninger tilgængelige på selskabets hjemmeside, herunder de dokumenter, der skal fremlægges på generalforsamlingen. Da en årsrapport skal godkendes på selskabets ordinære generalforsamling, er den omfattet af bestemmelsen. Forholdet er reguleret i selskabsloven, hvorfor der ikke er et tilsvarende krav i lov om kapitalmarkeder.

Kvartalsrapport og kvartalsmeddelelse

Der er ikke krav til at udarbejde kvartalsrapporter eller kvartalsmeddelelse. Flere større investorer efterspørger imidlertid oplysningerne, hvorfor mange udstedere vælger at offentliggøre kvartalsrapporter. Indholdskravene til en kvartalsrapport følger kravene til en halvårsrapport.

Nogle udstedere vælger at udarbejde en kvartalsmeddelelse (periodemeddelelse) i stedet for en kvartalsrapport. Der

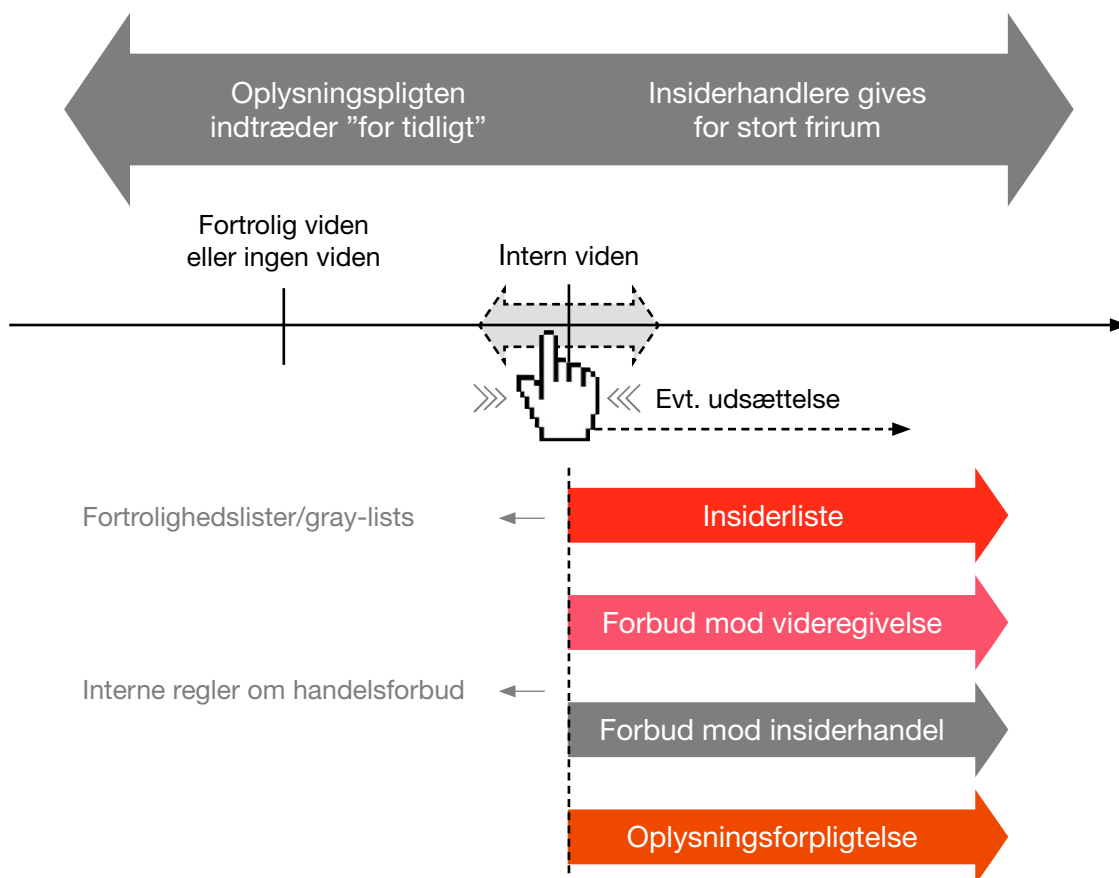
gælder ikke noget indholdskrav til en sådan meddelelse. Udsteder skal dog være opmærksom på, at hvis periode-meddelelsen har et indhold, der svarer til en halvårsrapport, vil den blive betragtet som en kvartalsrapport og skal opfylde reglerne herfor. Det vil især være tilfældet ved skematisk opstilling af resultatet for perioden. Kvartalsrapporter skal efter Nasdaqs udstederregler offentliggøres efter reglerne for halvårsrapporter, hvorimod der ikke er fastlagt en frist for offentliggørelse af en periodemeddelelse.

I reglerne for god selskabsledelse fremgår, at det anbefales at udarbejde kvartalsrapporter, og at en periodemeddelelse ikke er at betragte som en kvartalsrapport. Udstedere, der vælger ikke at udarbejde kvartalsrapport, skal således være opmærksomme på dette ved udfyldelse af Corporate Governance. Se mere i afsnit 2.14 *Corporate Governance*.

2.2 Intern viden

Intern viden er et centralt begreb for kapitalmarksreglerne og har stor betydning for, hvornår en række forbud og pligter indtræder, herunder forbud mod insiderhandel, forbud mod videregivelse af intern viden, oplysningspligt og udarbejdelse af insiderlister.

Det er vigtigt, at intern viden bliver defineret på det rigtige tidspunkt. Hvis et forhold bliver defineret som intern viden for



Finanstilsynet, seminar om de børsretlige regler, den 18. november 2020

tidligt, vil forbuddene og kravene indtræde for tidligt og personer unødigt blive mistænkeliggjort. Hvis forholdet derimod bliver defineret som intern viden for sent, åbner det muligheden for insiderhandel.

Inden et forhold bliver til intern viden, kan selskaberne med fordel oprette fortrolighedslistor og interne regler om handelsforbud for at imødekomme reglerne og undgå unødigt mistænkeliggørelse af handler.

For at oplysninger udgør intern viden, skal der være tale om viden, som:

- er specifik
- ikke er blevet offentliggjort
- direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter
- hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter.

Specifik viden

Oplysninger anses for at være specifik viden, hvis de angiver en række forhold, der foreligger eller som med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en hændelse, der er indtrådt eller som med rimelighed kan forventes at indtræde.

EU-Domstolen har i en sag anført i præmissen, at ovenstående tager sigte på de fremtidige forhold eller de fremtidige begivenheder, hvorom det på grundlag af en samlet bedømmelse af allerede tilgængelige forhold fremgår, at der er en reel mulighed for, at de vil foreligge eller indtræde (EU-Domstolens udtalelse af 28. juni 2012, jf. C 19/11). EU-Domstolen har i samme sag afvist, at det er muligt at anvende en sandsynligheds- og væsentlighedsvægtet vurdering (dvs. at jo mere væsentligt et forhold er, jo mindre sandsynlighed kræves der). Begrebet skal derimod vurderes i forhold til den konkrete virksomhed og den konkrete situation.

Oplysninger kan således være intern viden, selvom forholdet endnu ikke er en realitet. Det betyder, at oplysninger om en kontraktindgåelse kan udgøre intern viden, allerede på det tidspunkt, hvor det med rimelighed kan forventes (der er en reel mulighed for), at kontrakten vil blive indgået. Bemærk i den forbindelse, at det under visse forudsætninger er muligt at udsætte offentliggørelsen af intern viden. Det berøres nærmere i afsnit 2.3 *Offentliggørelse af intern viden (løbende oplysningsforpligtelse)*.

Derudover skal oplysningerne være tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende forholds eller den pågældende hændelses indvirkning på kurserne af de finansielle instrumenter, for at der er tale om specifik viden. Det vil sige, at det skal være muligt at drage en konklusion med hensyn til den forventede positive eller negative indvirkning på kursen.

Ikke offentliggjort

For at oplysninger kan udgøre intern viden, skal der være tale om ikke-offentliggjorte oplysninger. Det er oplagt, at hvis

oplysningerne er blevet gjort tilgængelige for markedet ved en for markedet generel og relevant videreformidling, er der ikke længere tale om intern viden.

Det er dog værd at vurdere, om oplysninger kan være offentliggjort på andre måder. I BioPorto sagen (sag UfR 2014.3464 V) blev det vurderet, at det ikke var tilstrækkeligt, at oplysningerne var offentligt tilgængelige. Dommen vedrørte en investor, der var mødt op til en offentlig høring ved den europæiske patentmyndighed i Haag, hvor BioPorto havde en patentsag kørende. Mødet var indkaldt offentligt, og enhver kunne møde frem. I løbet af mødet fremgik det, at BioPortos patent ville blive tilbagekaldt. Efter mødet solgte investoren aktier i selskabet. Først en time senere udsendte selskabet en selskabsmeddelelse med nyheden.

Investoren blev i byretten dømt for insiderhandel, mens han blev frifundet i landsretten. Byretten og landsretten lagde samme jura til grund, men kom frem til en forskellig bedømmelse af sagens beviser. Af dommen i landsretten fremgår følgende:

”Under disse omstændigheder er det betænkeligt at fastslå, at der ikke var sket en for markedet generel og relevant videreformidling af afgørelsen, eller at tiltalte B har måttet indse, at afgørelsen ikke var offentliggjort, jf. værdipapirhandelsloven, § 34, stk. 2”.

Af anden del af afgørelsen ses, at Landsretten, ligesom byretten, lagde vægt på, om investoren vidste, at afgørelsen ikke var offentliggjort af selskabet. Modsat byretten kom landsretten frem til, at det var betænkeligt at fastslå, at investoren vidste, at selskabet ikke havde offentliggjort oplysningerne. Landsretten afviser således ikke, at der kunne være tale om intern viden, selvom oplysningerne om patentsagen blev givet på en offentlig høring. Det er således ikke tilstrækkeligt, at oplysningen er offentligt tilgængelig. Den skal også være offentliggjort på en tilstrækkelig måde.

Direkte eller indirekte vedrører udsteder eller et eller flere finansielle instrumenter

Oplysninger, der direkte eller indirekte vedrører udsteder eller dennes finansielle instrumenter, kan være kreditfaciliteter, væsentlige aftaler, M&A aktiviteter, ændrede forventninger, ændringer i ledelsen, ændring af relevant lovgivning, overtagestilbud, ændringer i aktionærkredsen, forhold hos konkurrerende virksomheder mv.

Vær opmærksom på, at oplysningsforpligtelsen kun gælder for oplysninger, der direkte vedrører udsteder. Se mere i afsnit 2.3 *Offentliggørelse af intern viden (løbende oplysningsforpligtelse)*.

Mærkbart vil kunne påvirke kursen

Viden, der mærkbart kan påvirke kursen, er viden, som en fornuftig investor antages at ville benytte som en del af grundlaget for dennes investeringsbeslutning.

Vurderingen af, om en fornuftig investor antages at ville benytte den pågældende viden, skal ske på baggrund af de

oplysninger, som i forvejen er til rådighed, dvs. tilgængelige forhåndsoplysninger.

En sådan vurdering må tage hensyn til oplysningernes forventede virkning på baggrund af udstederens samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed og andre variable størrelser på markedet, der vil kunne påvirke det finansielle instrument under de givne forhold.

Finanstilsynet har i deres nyhedsbrev for kapitalmarkedsområdet i december 2019 skrevet, at de forventer, at udstederen ved vurdering af oplysningernes kurspåvirkende effekt, inddrager andre faktorer end en eventuel påvirkning af resultatet. Udstederne skal inddrage andre oplysninger, der kan have betydning for en potentiel investors interesse i udstederen eller en fornuftig investors tro på udstederen. Det kan for eksempel være oplysninger om, at udstederens produkt skal indgå i en stor international udstilling, eller at ordren er den første fra en kunde på et nyt marked.

Der skal alene være en antagelse af, at en investor vil benytte den pågældende viden, hvilket er udtryk for, at vurderingen skal foretages løbende og ikke er afhængig af, om kursen rent faktisk ændrer sig efterfølgende.

Proces

Når intern viden vedrører en proces, som foregår trinvis, kan såvel de enkelte trin i processen som den samlede proces anses for at udgøre intern viden. Et mellemtrin bør anses for at udgøre intern viden, hvis det i sig selv opfylder de kriterier, der er fastsat i markedsmissbrugsforordningen for intern viden.

Oplysninger, der vedrører en hændelse eller en række forhold, der udgør et mellemtrin i en langvarig proces, kan for eksempel vedrøre forløbet af kontraktforhandlinger.

2.3 Offentliggørelse af intern viden (løbende oplysningsforpligtelse)

En udsteder er forpligtet til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne udsteder. Forpligtelsen gælder for udstedere, der har anmodet om eller fået tilladelse til, at deres finansielle instrumenter optages til handel på et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet eller en organiseret handelsfacilitet.

Hvor intern viden omfatter forhold, der direkte eller indirekte vedrører udsteder, er udsteder alene forpligtet til at offentliggøre intern viden, som direkte vedrører denne. Det betyder, at for eksempel ændringer i aktionærforhold, forhold hos konkurrenter eller ændringer i lovgivningen, der udgør intern viden, ikke skal offentliggøres af udsteder. Udsteder skal dog være opmærksom på, om forholdet påvirker selskabet på en måde, så påvirkningen udgør intern viden, der direkte vedrører udsteder. I så fald skal udsteder offentliggøre information om påvirkningen hurtigst muligt.

Hurtigst muligt vs. fuldstændig og korrekt vurdering

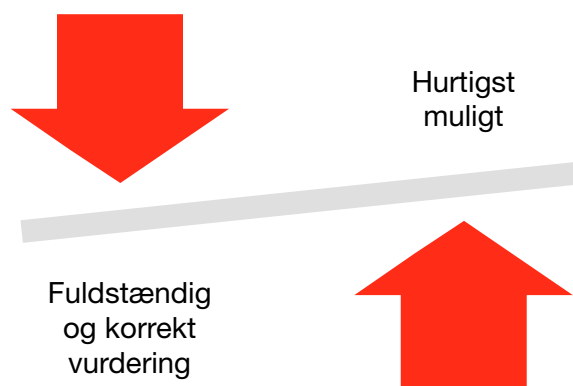
Udsteder skal sikre, at informationen bliver offentliggjort på en måde, som muliggør hurtig adgang til en fuldstæn-

dig, korrekt og rettidig vurdering af denne viden i hele Den Europæiske Union og lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område (EØS).

"Hurtigst muligt" skal altså ses i lyset af, at udsteder samtidig skal sikre, at investorerne får adgang til en fuldstændig og korrekt vurdering af den interne viden. Det er således tidsmæssigt muligt for udsteder at vurdere informationen, inden den offentliggøres som intern viden.

Finanstilsynet har af flere omgange forholdt sig til, hvad hurtigst muligt er. I Finanstilsynets vejledning om intern viden i finansielle rapporter fremgår, at udstederen har en relativ kort periode til at vurdere de konkrete oplysninger, inden udstederen skal offentliggøre oplysningerne som intern viden. Den korte periode betegnes som det ledelsesmæssige skøn, hvor ledelsen har et vist tidsmæssigt råderum til at foretage et skøn over mulig intern viden. Det er dog vigtigt, at udsteder har processer på plads til at minimere dette råderum, ligesom der vil være forskel på længden af råderummet afhængig af den interne viden. Der er forskel på, om den interne viden er åbenbar, eller om der er behov for en nærmere vurdering af de enkelte oplysninger.

Af Finanstilsynets hjemmeside fremgår, at i sager, hvor der kun er to (eller flere) mulige udfald, og hvor de mulige udfald på forhånd er kendte for udstederen, bør selskabsmeddelelserne forberedes på forhånd, så offentliggørelse kan ske hurtigst muligt.



Offentliggørelse i flere steps

I sager med flere mulige udfald, og hvor det ikke er muligt at forberede selskabsmeddelelsernes nærmere indhold på forhånd, forventer Finanstilsynet, at udsteder arbejder effektivt med meddelelsen, fra den interne viden identificeres og til den offentliggøres. Hvis oplysningerne er af en sådan karakter, at det ikke er klart, hvilke konsekvenser begivenheden medfører, er det Finanstilsynets vurdering, at det kan være nødvendigt, at udstederen offentliggør en foreløbig meddelelse på det tidspunkt, hvor den interne viden opstår, og efterfølgende offentliggør endnu en meddelelse, når konsekvenserne er klarlagt, hvis konsekvenserne i sig selv udgør intern viden.

Dette var eksemplet i en sag fra 2013, hvor Finanstilsynet politianmeldte et selskab for overtrædelse af pligten til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden. Selskabet havde en fredag uforudset modtaget et Complete Response Letter fra de amerikanske sundhedsmyndigheder, men først offentliggjort dette søndag. Selskabet havde anvendt den mellemliggende periode til blandt andet at foretage konsekvensberegninger for selskabets økonomiske situation og de udmeldte forventninger. Det var Finanstilsynets vurdering, at selskabet skulle have udsendt en meddelelse allerede fredag, også selv om selskabet ikke kendte alle konsekvenser på daværende tidspunkt. Selskabet valgte at acceptere et bødeforlæg, hvorfor sagen ikke blev prøvet ved en domstol.

Finansielle oplysninger

I Finanstilsynets "Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?" fremgår det, at finansielle rapporter som udgangspunkt ikke er intern viden, men at de kan indeholde oplysninger, der udgør intern viden.

Derudover fremgår af Finanstilsynets vejledning, at hvis et resultat eller ændrede forventninger ligger inden for de forventninger, udsteder har offentliggjort i markedet, er det som hovedregel ikke intern viden, da der vil være tale om allerede offentliggjorte oplysninger.

Finanstilsynet nævner et eksempel, hvor udsteder tidligere har offentliggjort forventninger til årets resultat i niveauet 40-60 mio. DKK. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at denne nu forventer et resultat i niveauet 45-55 mio. DKK. Den nye forventning ligger altså inden for den tidligere offentliggjorte forventning. Også den situation, hvor udstederen ændrer sine forventninger, så udsteder nu forventer et resultat "omkring 60 mio. DKK" ligger efter Finanstilsynets vejledning inden for de tidligere udmeldte forventninger. I begge eksempler er der derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Hvis resultatet eller ændrede forventninger derimod ligger uden for de forventninger, der allerede er offentliggjort, og derved udgør ikke-offentliggjorte oplysninger, vil udsteder skulle overveje, om oplysningerne er specifikke, og om de mærkbart vil kunne påvirke kursen på værdipapirerne, hvorved de vil udgøre intern viden.

Finanstilsynet nævner et eksempel, hvor udsteder tidligere har offentliggjort forventninger til årets resultat i niveauet 70-90 mio. DKK. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at denne nu forventer et resultat i niveauet 60-80 mio. DKK. Udstederen kan i dette eksempel ikke opretholde de offentliggjorte finansielle mål. Der er dermed tale om ikke-offentliggjorte oplysninger, og derfor skal udstederen vurdere, om de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt.

Det er muligt, at ændringen i forventningerne er information, som en investor ikke antages at ville benytte som en del af grundlaget for sin investorbetragtning. I det tilfælde er der

ikke tale om intern viden, selv om ændringen af forventningerne ligger uden for de forventninger, udsteder tidligere har offentliggjort. Det er i udgangspunktet udsteder selv, der skal foretage denne vurdering. Det er dog udgangspunktet, at der vil være tale om intern viden, hvis udsteder ændrer forventningerne, ud over hvad udsteder tidligere har offentliggjort.

Finanstilsynet præciserer i vejledningen, at også ændringer til offentliggjorte langsigtede forventninger kan udgøre intern viden.

Disclosure-komité

Flere udstedere har indrettet sig, så det er en "disclosure-komité" eller bestyrelsen, der træffer beslutning om offentliggørelse af intern viden.

I sådanne tilfælde er det nødvendigt at indrette sig, så organiseringen ikke forholder offentliggørelse. Udsteders organisatoriske struktur skal understøtte, at offentliggørelse af intern viden sker "hurtigst muligt".

Udsættelse af offentliggørelse af intern viden

Udsteder kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden. Bestemmelsen tager sigte på de særlige situationer, hvor det vil skade udsteders legitime interesser, hvis den interne viden blev offentliggjort hurtigst muligt. Her tænkes for eksempel på situationer, hvor offentliggørelse af igangværende forhandlinger – eller dermed forbundne elementer – må antages at påvirke disse forhandlinger resultater eller sædvanlige forløb.



Legitim interesse

Det fremgår af ESMA's retningslinjer for udsættelse af intern viden, at eksempler på legitim interesse er:

- Forhandlinger (fx om opkøb af en virksomhed).
- Sikring af udsteders økonomiske overlevelse (uden at falde ind under anvendelsesområdet for den gældende insolvenslovgivning).

- Direktionsbeslutninger, hvor bestyrelsens godkendelse kræves, før beslutningen er endelig.
- Sikring af intellektuelle rettigheder.
- Selskabets køb og salg af en aktiemajoritet i en anden virksomhed.
- Vilkår for opnåelse af myndighedsgodkendelser.

Vildlede offentligheden

Selv om der er en legitim interesse, må udsættelse af offentliggørelse af intern viden ikke ske, hvis det sandsynligvis vil vildlede offentligheden.

Det fremgår af ESMA's retningslinjer for udsættelse af intern viden, at de situationer, i hvilke en udsættelse af offentliggørelse af intern viden sandsynligvis vil vildlede offentligheden, mindst omfatter følgende omstændigheder:

- Den interne viden er væsentlig forskellig fra udstederens tidligere offentliggjorte meddelelse om den sag, som den interne viden vedrører.
- Den interne viden vedrører, at udstederens økonomiske mål sandsynligvis ikke bliver nået, når sådanne mål tidligere er blevet meddelt offentligt.
- Den interne viden er i modstrid med markedets forventninger til selskabet, og disse forventninger er skabt på baggrund af signaler udsendt af selskabet selv.

Sikre fortrolighed

Udstederen skal være i stand til at sikre oplysningers fortrolighed. Hvis der sker lækage af intern viden, hvor offentliggørelse er udsat, og fortroligheden af den interne viden ikke længere kan sikres, skal udstederen videregive denne viden til offentligheden så hurtigt som muligt. Der skal som udgangspunkt kun ske offentliggørelse af den viden, hvis fortrolighed ikke længere kan holdes fortrolig. Det kan dog sagtens være tilfældet, at den viden, der er blevet lækket, udgør en så stor del af den interne viden, at udsteder er forpligtet til at offentliggøre hele den interne viden.

Finanstilsynet har ved beslutning af 25. januar 2018 politianmeldt Aalborg Boldspilklub (AaB) for overtrædelse af markedsmisbrugsforordningen. I februar 2017 havde AaB forhandlinger med en kinesisk klub om salg af deres spiller, Christian Bassogog. Den 15. februar 2017 skete der lækage af oplysningerne og salgsprisen på hjemmesiden bold.dk. AaB offentliggjorde en selskabsmeddelelse, hvori de oplyste, at de var i forhandlinger om salget af Bassogog, men nævnte ikke noget om købesummen, eller hvilken påvirkning salget ville få på selskabets forventninger, på trods af at prisen var nævnt på bold.dk. Finanstilsynet politianmeldte AaB, da de vurderede, at rygten i markedet om forhandlingerne og salgsprisen var så tilstrækkeligt præcis, at AaB var forpligtet til at videregive den fulde interne viden til offentligheden.

Finanstilsynet har efterfølgende i et nyhedsbrev i 2018 omtalt sagen, uden dog at nævne sagens part. Heraf fremgår, at Finanstilsynet vurderer, at det havde været i overensstemmelse med reglerne, hvis selskabet i den konkrete sag havde offentliggjort den interne viden på en af følgende måder:

- Den forventede finansielle betydning for selskabet af, at der var indgået en betinget aftale.
- Størrelsen på salgssummen, da selskabet opdagede, at det ikke længere var muligt at holde den interne viden fortrolig.

Lækageberedskab

Finanstilsynet anbefaler, at børsnoterede selskaber iværksætter et lækageberedskab, hver gang de benytter udsættelsesadgangen. Lækageberedskabet skal sikre, at selskabet i et lækagescenarie kan offentliggøre den interne viden hurtigst muligt. Lækageberedskabet skal gøre det muligt for selskabet at reagere på lækage ved for eksempel at iværksætte overvågning af markedet og medier, opstille forskellige lækagescenarier og udpege ansvarlige personer for de forskellige områder.

Underretning af Finanstilsynet

Har en udsteder udsat offentliggørelsen af intern viden, skal udstederen underrette Finanstilsynet herom, når den interne viden offentliggøres. Underretning skal ske ved at anvende et særligt skema. Skemaet skal indeholde en beskrivelse af den interne viden, tidspunktet, hvor beslutningen om udsættelse blev truffet, og identiteten på de fysiske personer, der har taget beslutningen. Skemaet kan findes på Finanstilsynets hjemmeside, www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Udsættelse-af-offentliggørelse-af-intern-viden.

Skriftlig redegørelse

Udsteder skal på anmodning fra Finanstilsynet forelægge en redegørelse for, hvorledes betingelserne for udsættelse er opfyldt. For at kunne imødekomme en anmodning, er udsteder forpligtet til at udarbejde og opbevare en sådan redegørelse. Redegørelsen kan for eksempel bestå af en logbog, hvor selskabet anfører en række tidspunkter af relevans for udsættelsen, identifikation på de personer, der har ansvaret for at beslutte udsættelsen, og løbende tage stilling til om kriterierne for udsættelsen fortsat er opfyldt.

Den "særlige" udsættelsesadgang

Markedsmisbrugsforordningen indeholder en mulighed for kreditinstitutter og finansieringsinstitutter til på eget ansvar at udsætte offentliggørelse af intern viden. Udsættelsesadgangen er indført for at bevare stabiliteten i det finansielle system og kræver, at følgende betingelser er opfyldt:

- Offentliggørelse af denne interne viden indebærer en risiko for at undergrave udstederen og det finansielle systems finansielle stabilitet.
- Det er i offentlighedens interesse at udsætte offentliggørelsen.
- Udstederen er i stand til at sikre oplysningernes fortrolighed.
- Udsættelsen er godkendt af Finanstilsynet.

Udsteders mulige påvirkning

Hvis udstederen selv kan påvirke, hvornår betingelserne for udsættelse ikke længere er opfyldt, er det ifølge Finanstilsynet

ikke acceptabelt, at udstederen planlægger begivenhederne på en sådan måde, at den interne viden først formaliseres på et senere tidspunkt, end hvad der var muligt eller naturligt.

Som eksempel nævner Finanstilsynet en situation, hvor udstederen har forhandlet en aftale, som endnu mangler at blive underskrevet, og hvor offentliggørelse af indgåelse af aftalen berettiget kan udsættes, indtil aftalen er underskrevet. Her må udsteder ikke taktisk udskyde formaliseringsprocessen, fx planlægge et bestyrelsesmøde eller et underskriftsmøde, så tidspunktet, hvor offentliggørelsen af den interne viden ikke længere kan udsættes, falder på et belejligt tidspunkt for udstederen.

Offentliggørelse, når der ikke længere er mulighed for udsættelse

Intern viden skal offentliggøres på det tidspunkt, den opstår, også selvom markedet er lukket. I tilfælde, hvor udstederen har haft udsat offentliggørelsen af den interne viden, skal offentliggørelsen ligeledes ske på det tidspunkt, hvor betingelserne for at udsætte offentliggørelsen af den interne viden ikke længere er opfyldt.

Finanstilsynet har i deres "Nyhedsbrev for kapitalmarkedsområdet – januar 2021" skrevet, at en fortrolighedsaftale ikke er legitim grund til at udsætte offentliggørelse af intern viden. Hermed menes, at hvis offentliggørelse af oplysninger om igangværende kontraktforhandlinger er blevet udsat under henvisning til, at øjeblikkelig offentliggørelse vil skade resultatet af de pågående forhandlinger, skal oplysningen offentliggøres, når kontrakten er færdigforhandlet. En indgåelse af en fortrolighedsaftale, efter at kontrakten er færdigforhandlet, kan ikke i sig selv udgøre en legitim interesse, der vil medføre, at udstedere fortsat kan udsætte offentliggørelsen af den interne viden.

2.4 Krav til offentliggørelse og indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet

En udsteder skal offentliggøre og udbrede "regulerede oplysninger" på en sådan måde, at der hurtigt kan opnås adgang til disse oplysninger i hele Den Europæiske Union og EØS-lande mv.

Udsteder skal sikre, at oplysningerne udbredes på en sådan måde, at de i videst muligt omfang når ud til offentligheden i EU-/EØS-lande mv. samt at udbredelsen sker hurtigt og på et ikke-diskriminerende grundlag. Oplysningerne skal distribueres via medier, som med rimelighed kan forventes at sørge for, at oplysningerne når ud til offentligheden.

Hvem?

Reglerne gælder for udstedere, der har Danmark som hjemland, og hvis omsættelige værdipapirer er optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for EU/EØS. Derudover gælder reglerne med enkelte tilpasninger for udstedere, som har hjemland i et andet land inden for EU/EØS, og hvis omsættelige værdipapirer kun er optaget til handel på et reguleret marked her i landet og ikke i udsteders hjemland.

Reglerne gælder derved ikke for udstedere, der har deres værdipapirer optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet. Udstedere med værdipapirer optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet skal offentliggøre intern viden i henhold til markedsmisbrugsforordningen og i henhold til markedspladsens regler.

Hvilke oplysninger?

De oplysninger, der skal offentliggøres og udbredes, er "regulerede oplysninger". Det er oplysninger, som bliver offentliggjort i henhold til kapital 5 i kapitalmarkedsloven og artikel 17, stk. 1 og 7, i markedsmisbrugsforordningen.

Dvs. oplysninger som årsrapporter og halvårsrapporter, storaktionæroplysninger, oplysninger om besiddelse af egne aktier, oplysninger om det samlede antal stemmerettigheder og den samlede kapital i selskabet, oplysninger om hjemland og intern viden.

Hvordan?

Udsteder skal benytte sig af offentliggørelseskanaler, der enten selv eller via formidling af oplysninger til andre kanaler kan forventes at sørge for, at oplysningerne når ud til offentligheden i alle EU-/EØS-lande. Der skal være en aktiv distribution fra udsteders side. Det er ikke tilstrækkeligt at lægge oplysningerne tilgængelig på udsteders hjemmeside.

Idet udbredelse skal ske på et ikke-diskriminerende grundlag, skal udsteder anvende en offentliggørelsesmetode, der sikrer, at alle typer af investorer får lige adgang til oplysningerne på samme tidspunkt.

Udstedere optaget til handel på Nasdaq Copenhagen vil typisk anvende GlobeNewswire, en global pressedistributionsplatform og mediedatabase, til at udbrede deres oplysninger. Igennem GlobeNewswire bliver oplysningerne automatisk også offentliggjort på Nasdaqs hjemmeside og videredistribueret til Finanstilsynet.

Når oplysninger skal offentliggøres, skal det ske på en måde, som:

- gør det klart, at oplysningerne er omfattet af en pligt til offentliggørelse i medfør af § 24 i kapitalmarkedsloven
- tydeligt identificerer den pågældende udsteder
- tydeligt angiver emnet for oplysningerne
- angiver tidspunkt og dato for udstederens meddelelse af oplysningerne.

Sprog

Som udgangspunkt skal en dansk udsteder, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked i Danmark, offentliggøre oplysningerne på dansk. Det er dog muligt for en udsteder at beslutte med simpelt flertal på en generalforsamling, at oplysningerne alene skal offentliggøres på engelsk. Udstedere, der ikke har Danmark som hjemland, og hvis omsættelige værdipapirer er optaget til handel her i landet, skal offentliggøre oplysningerne på dansk, engelsk, norsk eller svensk.

Offentliggør intern viden som intern viden

En meddelelse skal tydeligt angive emnet for oplysningerne. Det skal af meddelelsen fremgå, hvilken bestemmelse meddelelsen vedrører, og meddelelsen skal kategoriseres korrekt i Nasdaqs indberetningssystem.

Det betyder, at en udsteder, der offentliggør en storaktionærmeddelelse, skal offentliggøre denne i den pågældende kategori. På samme måde er det vigtigt, at en meddelelse, der indeholder intern viden, altid bliver offentliggjort i kategorien "Intern viden".

I nogle situationer er der behov for at offentliggøre en meddelelse i to kategorier. Det vil være tilfældet, hvis det, som den interne viden vedrører, også skal offentliggøres efter andre regler. Hvis en halvårsrapport indeholder intern viden, skal meddelelsen offentliggøres under kategorien "Halvårsrapport" og "Intern viden". Samtidig er det vigtigt at være tydelig i forhold til, hvori den interne viden består.

Indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet

En udsteder skal samtidig med offentliggørelsen af oplysningerne indsende oplysningerne til Finanstilsynet, som opbevarer dem. Indsendelse skal ske digitalt til Finanstilsynets indberetningssystem (OAM) og ved brug af digital signatur. Ved offentliggørelse af oplysningerne via de kanaler, Nasdaq har aftaler med, er det muligt automatisk at få oplysningerne sendt videre til Finanstilsynet.

2.5 Insiderlister

Insiderlister – lister over de personer, der har intern viden om udsteder – er et vigtigt hjælpemiddel for tilsynsmyndighederne i forbindelse med undersøgelse af muligt markedsmisbrug. Samtidig er det et godt redskab for udstedere til at kontrollere strømmen af intern viden.

Krav

Udstedere eller personer, der handler på deres vegne eller for deres regning, skal hver især udarbejde en liste over alle de personer, som har adgang til intern viden, og som arbejder for dem i henhold til en ansættelseskontrakt eller på anden måde udfører opgaver, hvorigennem de har adgang til intern viden, som fx rådgivere, revisorer eller kreditvurderingsbureauer. Derudover har de pligt til straks at ajourføre insiderlisten.

Insiderlister er et vigtigt redskab ved myndighedernes efterforskning af markedsmisbrugssager, da de indeholder navne på de personer, som er i besiddelse af intern viden på relevante tidspunkter. Derved kan navnene kobles sammen med transaktionsdata for mistænkelige handler. En insiderliste skal derfor forelægges for Finanstilsynet så hurtigt som muligt efter anmodning herom. Da insiderlisten skal opdateres løbende, er der en formodning for, at dette tidsrum er yderst begrænset.

Hvem?

Pligten til at føre insiderlister gælder for udstedere på regulerede markeder, multilaterale handelsfaciliteter, herunder SMV-vækstmarkeder og organiserede handelsfaciliteter.

Derudover er der en selvstændig pligt for personer, der handler på udsteders vegne eller for deres regning (ofte refereret som "eksterne rådgivere") til at føre insiderlister. Disse har en selvstændig forpligtelse til at føre en separat insiderliste over de personer, der er ansat hos den eksterne rådgiver, og som har intern viden hos udsteder. Udsteder er ikke ansvarlig for den eksterne rådgivers insiderliste, men skal på sin egen liste angive kontaktoplysninger på den person, som er ansvarlig for projektet hos den eksterne rådgiver.

Hvordan?

Der er udarbejdet et fælles EU-format til udarbejdelse af insiderlisterne. Formatet kan ses på Finanstilsynets hjemmeside (<https://www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-udstedere/Udsettelse-af-offentliggorelse-af-intern-viden>).

Af insiderlisten skal det fremgå, hvilken hændelse den pågældende del af listen vedrører, dato og tidspunkt for oprettelsen, dato og tidspunkt for seneste ajourføring og dato for fremsendelse til kompetent myndighed.

Hændelsesbaserede insiderliste

Som udgangspunkt skal der oprettes en separat sektion til insiderlisten for hver hændelse, der udgør intern viden – den hændelsesbaserede insiderliste. Af listen skal fremgå oplysninger om insideren og oplysning om, hvornår den pågældende person har fået adgang til den interne viden. Hvis der er tale om en ekstern rådgiver, skal der som nævnt tidligere fremgå oplysninger om kontaktpersonen hos den eksterne rådgiver, som fører sin egen insiderliste.

Permanent insiderliste

Det er muligt for udsteder at udarbejde en permanent sektion af insiderlisten. Den permanente sektion er til for de personer, der altid har adgang til intern viden hos udsteder og derfor ikke har behov for løbende at få at vide, at de figurerer på en hændelsesbaseret insiderliste. Antallet af personer på den permanente del af insiderlisten bør være yderst begrænset, da den kun vedrører de fysiske personer, der til enhver tid har adgang til al intern viden om udstederen.

Af listen skal fremgå de samme oplysninger om insideren, som det er tilfældet for den hændelsesbaserede del af insiderlisten. Derudover skal det fremgå, hvornår insideren er blevet inkluderet i den permanente sektion.

SMV-vækstmarked insiderliste

Udstedere med finansielle instrumenter optaget til handel på et SMV-vækstmarked har mulighed for i insiderlisten kun at medtage personer, der på grund af deres hverv eller stilling hos udstederen har regelmæssig adgang til intern viden. Derved er der ikke krav om at udarbejde en hændelsesbaseret del af insiderlisten, men krav om, at den permanente sektion af insiderlisten udvides med personer, der har regelmæssig adgang til intern viden.

De lempeligere krav gælder kun for udsteder. Eksterne rådgivere er derfor fortsat forpligtet til at føre hændelsesbaserede insiderlister.

Insiderens fornavn(e)	Insiderens efternavn(e)	Insiderens fødenavn(e) (hvis relevant)	Arbejdstelefonnummer eller -numre (kontor og arbejdsmobil)	Virksomhedens navn og adresse	Stilling og begrundelse for insiderstatus	Opnået (dato og tidspunkt for, hvornår en person fik adgang til intern viden)	Ophørt (dato og tidspunkt for, hvornår en person ikke længere havde adgang til intern viden)	Fødselsdato	Nationalt ID-nummer (hvis relevant)	Private telefonnumre (hjemme- og mobilnumre)	Fuld privatadresse (gadenavn, husnummer, by, postnummer, land)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[numre (uden mellemrum)]	[Adresse på udsteder/deltager på markedet for emissionskvoter/auktionsplatform/auktionsholder/auktionstilsynsførende eller tredjemand]	[Tekst, der beskriver den pågældendes rolle og stilling og begrundelsen for, at den pågældende er på listen]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[åååå-mm-dd]	[nummer og/eller tekst]	[numre (uden mellemrum)]	[Tekst: insiderens privatadresse — Gadenavn og husnummer — By — Postnummer — Land]

Hændelsesbaseret insiderliste, standardskabelon

Insiderens fornavn(e)	Insiderens efternavn(e)	Insiderens fødenavn(e) (hvis relevant)	Arbejdstelefonnummer eller -numre (kontor og arbejdsmobil)	Virksomhedens navn og adresse	Stilling og begrundelse for insiderstatus	Inkluderet (dato og tidspunkt for, hvornår en person blev inkluderet i den permanente insidersektion)	Fødselsdato	Nationalt ID-nummer (hvis relevant)	Private telefonnumre (hjemme- og mobilnumre)	Fuld privatadresse (gadenavn, husnummer, by, postnummer, land)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[numre (uden mellemrum)]	[Adresse på udsteder/deltager på markedet for emissionskvoter/auktionsplatform/auktionsholder/auktionstilsynsførende eller tredjemand]	[Tekst, der beskriver den pågældendes rolle og stilling og begrundelsen for, at den pågældende er på listen]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[åååå-mm-dd]	[nummer og/eller tekst]	[numre (uden mellemrum)]	[Tekst: insiderens fulde privatadresse — Gadenavn og husnummer — By — Postnummer — Land]

Permanent insiderliste, standardskabelon

Insiderens fornavn(e)	Insiderens efternavn(e)	Insiderens fødenavn(e) (hvis relevant)	Arbejdstelefonnummer eller -numre (kontor og arbejdsmobil)	Virksomhedens navn og adresse	Stilling og begrundelse for insiderstatus	Opnået (dato og tidspunkt for, hvornår en person fik adgang til intern viden)	Ophørt (dato og tidspunkt for, hvornår en person ikke længere havde adgang til intern viden)	Nationalt ID-nummer (hvis relevant) ellers fødselsdato	Fuld privatadresse (gadenavn, husnummer, by, postnummer, land) (hvis den er tilgængelig på tidspunktet for den kompetente myndigheds anmodning)	Private telefonnumre (hjemme- og mobilnumre) (hvis den er tilgængelig på tidspunktet for den kompetente myndigheds anmodning)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[numre (uden mellemrum)]	[Adresse på udsteder eller tredjemand]	[Tekst, der beskriver den pågældendes rolle og stilling og begrundelse for, at den pågældende er på listen]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[nummer og/eller tekst eller åååå-mm-dd for fødselsdatoen]	[Tekst: insiderens fulde privatadresse — Gadenavn og husnummer — By — Postnummer — Land]	[numre (uden mellemrum)]

SMV-vækstmarked insiderliste, standardskabelon

Medlemsstaterne har dog mulighed for, hvis det er begrundet i specifikke nationale hensyn til markedets integritet, at kræve, at udstedere medtager alle personer, der er i besiddelse af intern viden i deres insiderliste. Finanstilsynet har oplyst, at der i Danmark ikke er identificeret særlige danske forhold, hvorfor Finanstilsynet alene vil kræve, at insiderlisten indeholder navne på de personer, der har regelmæssig adgang til intern viden hos udsteder.

Insiderlisten skal udarbejdes efter nedenstående skema.

Elektronisk format

Insiderlisten skal udarbejdes i et elektronisk format i overensstemmelse med standardskabelonen. De elektroniske formater skal til enhver tid gøre det muligt for udsteder at sikre fortroligheden af oplysningerne på listen, nøjagtigheden af oplysningerne og adgangen til tidligere versioner af insiderlisten.

Skriftlig anerkendelse fra insideren

Udstedere eller personer, der handler på deres vegne eller for deres regning, skal tage alle rimelige skridt for at sikre, at en

person på insiderlisten skriftligt anerkender de juridiske og lovgivningsmæssige pligter, der følger heraf, og er bekendt med de sanktioner, der er knyttet til insiderhandel og uretmæssig videregivelse af intern viden.

Skriftlig anerkendelse fra insideren skal foreligge for hvert enkelt element af intern viden. Finanstilsynet kræver, at personen på insiderlisten foretager sig noget aktivt, når der sker skriftlig anerkendelse. En form for elektronisk bekræftelse vil være tilstrækkeligt, hvorimod en automatisk e-mail løsning (fx kvittering for modtaget eller læst e-mail) ikke vil være tilstrækkeligt.

2.6 Insiderhandel

Det er forbudt for personer:

- at deltage i eller forsøge at deltage i insiderhandel
- at anbefale, at en anden person deltager i insiderhandel eller at tilskynde en anden person til at deltage i insiderhandel.

Insiderhandel

Insiderhandel er, når en person er i besiddelse af intern viden og udnytter denne viden ved for eksempel køb eller salg af finansielle instrumenter, herunder aktier. Insiderhandel dækker også brug af intern viden til at annullere eller ændre en handelsordre, som den interne viden vedrører.

På den måde udnytter personen sin informationsfordel over for aftaleparten.

Forbuddet mod insiderhandel bliver overtrådt i det øjeblik, en person afgiver en ordre på baggrund af viden, som ikke er tilgængelig for det øvrige marked. Handelsordrer, der er afgivet, før en person kommer i besiddelse af intern viden, er ikke insiderhandel.

Hvem?

Forbuddet gælder alle personer, der er i besiddelse af intern viden, og er således ikke afgrænset til personer på en insiderliste.

For at være i besiddelse af intern viden skal personen have fået og forstået den information, der udgør intern viden. Det er tilstrækkeligt, at personen burde have forstået, at den information, som vedkommende er bekendt med, ikke var offentliggjort og ville være væsentlig for personens modpart, dvs. at denne information kunne kvalificere som intern viden. Det er således ikke et krav, at personen ved, at der er tale om intern viden.

Hvad?

Forbuddet gælder for finansielle instrumenter, der er optaget (eller anmodet om optagelse) til handel på et reguleret marked, en MHF, herunder et SMV-vækstmarked, eller en OHF, eller finansielle instrumenter, hvis pris eller værdi afhænger af eller har en effekt på prisen eller værdien af et af de førstnævnte instrumenter, herunder værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, derivataftaler vedrørende værdipapirer, der afvikles fysisk, eller afregnes kontant og finansielle differencetraktater.

Formodningsreglen

Der er i henhold til markedsmisbrugsforordningen en formodning for, at personer, der besidder intern viden og foretager handler, har udnyttet denne interne viden.

Handelsordrer, der er afgivet, før en person kommer i besiddelse af intern viden, er ikke insiderhandel. Dog er der en formodning for, at enhver efterfølgende ændring relateret til denne viden eller disse ordrer indgivet før besiddelsen af sådan intern viden, herunder annullering eller ændring af handelsordren, udgør insiderhandel.

En person har mulighed for at afkræfte formodningen ved konkret at føre bevis for, at den interne viden ikke har haft indflydelse på vedkommendes beslutning om at handle.

Samtidig kan en handelsadfærd dog fælde en person for insiderhandel, hvis handelsadfærden indikerer, at vedkommende har udnyttet sin informationsfordel. Ved handelsadfærd vil der blive set på, hvor store beløb personen normalt handler

for, og hvor diversificeret en aktieportefølje investoren normalt har.

Lovlig adfærd

Markedsmisbrugsforordningen opfører i artikel 9 en række eksempler på situationer, hvor alene det forhold, at en person har intern viden, ikke betragtes som at have gjort brug af den interne viden i forbindelse med erhvervelse eller afhændelse. Det er altså tilfælde, hvor det ikke er formodningen, at den interne viden er blevet udnyttet.

Det er for eksempel tilfældet, når juridiske personer har etableret, gennemført og opretholdt tilstrækkeligt effektive interne ordninger og procedurer, som effektivt sikrer, at personer med intern viden ikke har deltaget i beslutninger om køb eller salg af instrumenter, som den interne viden vedrører, og ikke i øvrigt har påvirket den fysiske person, som traf beslutningen.

Det er for eksempel også tilfældet, hvis en person gennemfører en transaktion for at erhverve eller afhænde finansielle instrumenter, og denne transaktion gennemføres i forbindelse med afviklingen af en forpligtelse, som er forfalden, i god tro og uden overtrædelse af forbuddet mod insiderhandel ("... that transaction is carried out in the discharge of an obligation that has become due in good faith and not to circumvent the prohibition against insider dealing", bestemmelsens engelske ordlyd), og forpligtelsen hidrører fra en aftale, der er indgået, inden den pågældende person kom i besiddelse af intern viden. Der skal være tale om en forpligtelse, hvorfor bestemmelsen blandt andet finder anvendelse på handel med finansielle futures, idet parterne har indgået en aftale, hvor de er forpligtet til at købe henholdsvis sælge et givet antal værdipapirer til en på forhånd aftalt kurs på et aftalt fremtidigt tidspunkt. Derimod gælder bestemmelsen ikke en optionshavers udøvelse af optioner eller andre rettigheder til at købe værdipapirer, hvor der alene er tale om en rettighed og ikke en forpligtelse.

Lovlig adfærd dækker også den situation, hvor en person benytter sin egen viden om at ville erhverve eller afhænde et finansielt instrument. Dette gælder, selv om viden om en tredjemands planer og handelsstrategier kan udgøre intern viden.

Derudover vil der være andre situationer, hvor en person med intern viden kan handle uden at udnytte den interne viden. Dette er især tilfældet, hvis aftalemodparten også er i besiddelse af den interne viden, så der er informationsparitet.

Sag

I august 2019 blev to personer ved byretten idømt ubetinget fængsel for insiderhandel. Person A, der var ansat som controller i et børsnoteret selskab, tippede Person B om et forestående overtagelsestilbud. Herefter købte Person B aktier i det børsnoterede selskab for en halv million kroner. Få dage efter overtagelsestilbuddet solgte Person B aktierne med en kursgevinst på 61.000 kroner.

Person A blev idømt 30 dages ubetinget fængsel for uberettiget videregivelse af intern viden (se afsnit 2.7 *Uretmæssig*

videregivelse af intern viden), mens Person B blev idømt 60 dages ubetinget fængsel for insiderhandel. Derudover blev et udbytte i form af 61.000 kroner konfiskeret.

Sagen er refereret på Anklagemyndighedens hjemmeside, anklagemyndigheden.dk/da/maend-paa-70-og-68-aar-idoemt-ubetinget-faengsel-insiderhandel.

2.7 Uretmæssig videregivelse af intern viden

Det er forbudt uretmæssigt at videregive intern viden. Forbuddet er en del af forbuddet mod insiderhandel og dækker den situation, hvor en person deler sin informationsfordel ved for eksempel at give et tip til en anden person.

Hvad?

Forbuddet mod uretmæssig videregivelse af intern viden bliver overtrådt, i det øjeblik en person giver et tip på baggrund af intern viden, medmindre videregivelsen sker som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktion.

Retmæssig videregivelse af intern viden

Det er muligt at videregive intern viden, så længe det sker som led i den normale udøvelse af arbejde, erhverv eller funktion.

Det betyder, at det er muligt at videregive intern viden til for eksempel en rådgiver, hvis det sker som led i den funktion, rådgiveren udfører.

Sag

I sagen "Grøngaard & Bang" (C-384/02 og Højesterets afgørelse af den 14. maj 2009 – sag 219/2008) blev spørgsmålet forelagt EU-Domstolen.

Allan Bang var formand for Finansforbundet. Knud Grøngaard var medarbejdervalgt medlem af bestyrelsen i det børsnoterede selskab, RealDanmark. Han var samtidig udpeget af Finansforbundet som medlem af koncernsamarbejdsudvalget for RealDanmark, der var etableret i henhold til overenskomst mellem Finansforbundet og RealDanmark.

Efter et ekstraordinært bestyrelsesmøde i RealDanmark videregav Knud Grøngaard den 23. august 2000 oplysninger til Allan Bang om RealDanmarks planer om at indgå i fusionsforhandlinger med Danske Bank.

Mellem den 28. august og den 4. september 2000 konsulterede Allan Bang sine to næstformænd samt en af sine medarbejdere i Finansforbundets sekretariat, Knud Christensen, idet han videregav de samme oplysninger til dem, som han havde modtaget fra Knud Grøngaard.

Højesteret afsagde dom i sagen den 14. maj 2009. Højesteret fandt, at et medarbejdervalgt medlem af et selskabs bestyrelse som udgangspunkt har mulighed for at drøfte spørgsmål om en fusion af væsentlig betydning for de ansatte med formanden for sin faglige organisation. Endvidere fandt Højesteret, at det var sagligt begrundet og et normalt led i hvervet som formand for den faglige organisation, at denne videregav oplysningerne om fusionen til sine nærmeste med-

arbejdere og drøftede forholdene med dem. Knud Grøngaard og Allan Bang fandtes således ikke at have overtrådt § 36 i lov om værdipapirhandel mv. (red. Enslydende med artikel 10 i markedsmissbrugsforordningen)

Inden Højesteret afsagde dommen, havde forholdet været forelagt EU-Domstolen, der konkluderede følgende:

"... artikel 3, litra a), i direktiv 89/592 er til hinder for, at en person, som modtager intern viden i sin egenskab af repræsentant for arbejdstagerne i bestyrelsen for et selskab eller i sin egenskab af medlem af samarbejdsudvalget for en koncern, videregiver sådan viden til formanden for den faglige organisation, som organiserer disse arbejdstagere, og som har valgt personen som medlem af samarbejdsudvalget, medmindre:

- der er en tæt forbindelse mellem videregivelsen og udøvelsen af vedkommendes beskæftigelse, erhverv eller funktioner, og*
- videregivelsen er strengt nødvendig for udøvelsen af nævnte beskæftigelse, erhverv eller funktioner.*

Ved efterprøvelsen skal den nationale ret på baggrund af de gældende nationale regler særlig tage hensyn til:

- at den nævnte undtagelse fra forbuddet mod videregivelse af intern viden skal fortolkes strengt,*
- at enhver yderligere videregivelse kan øge risikoen for, at den interne viden udnyttes til formål, som er i strid med direktiv 89/592, og*
- følsomheden af den interne viden".*

Politianmeldelse

Finanstilsynet anmodede den 22. juni 2018 Statsadvokaten for Særlig Økonomisk og International Kriminalitet (SØIK) om at indlede en politimæssig efterforskning af uretmæssig videregivelse af intern viden.

Den 7. februar 2018 skrev en række nyhedsmedier, at de var kommet i besiddelse af oplysninger om, at et konsortium ønskede at købe samtlige aktier i TDC. Af artiklerne fremgik det bl.a., at medierne var kommet i besiddelse af et brev stilet til TDC's bestyrelsesformand dateret den 26. januar 2018. Ifølge medierne beskrev brevet, at konsortiet var klar til at overtage samtlige TDC-aktier.

Finanstilsynet er af den vurdering, at der skete uretmæssig videregivelse af intern viden i forbindelse med fremsendelsen af e-mail med vedhæftet udkast til brev stilet til TDC's bestyrelsesformand til en række medier, og foretog politianmeldelse af forholdet www.finanstilsynet.dk/Tilsyn/Tilsynsreaktioner/Politianmeldelse/2019/TDC-150119.

Det var ikke muligt for SØIK at identificere afsenderen bag e-mailadressen, hvorfor sagen blev henlagt.

2.8 Markedssonderinger

Markedssonderinger består af den interaktion, der er mellem en sælger af finansielle instrumenter og én eller flere

potentielle investorer forud for offentliggørelsen af en transaktion.

Det er for eksempel tilfældet, når en udsteder agter at udstede gældsbeviser eller nye aktier. I en sådan situation kan der være behov for at sondere markedet for at vurdere, om der er interesserede investorer. Selskabet kontakter derfor nøgleinvestorer og oplyser dem om de samlede vilkår for handelen med henblik på at opnå et finansielt tilsagn om deltagelse i transaktionen.

Der vil også være tale om en markedssondering, hvis sælger ønsker at sælge en stor mængde værdipapirer på vegne af en investor og forsøger at vurdere den potentielle interesse i disse værdipapirer fra andre potentielle investorers side.

Videregivelse af intern viden

En markedssondering er at betragte som retmæssig videregivelse af intern viden, når reglerne iagttages.

Reglerne om markedssondering gælder også ved videregivelse af intern viden fra en person, der agter at fremsætte et overtagelsestilbud på en virksomheds værdipapirer eller at foretage en fusion med en virksomhed til de parter, der disponerer over værdipapirerne. Forudsætningen er dog, at to betingelser er opfyldt:

- Den viden, som videregives, skal være nødvendig for at gøre det muligt for de parter, der disponerer over værdipapirerne, at danne sig en mening om, hvorvidt de er villige til at udbyde deres værdipapirer.
- Denne villighed hos parterne, der disponerer over værdipapirerne, til at udbyde deres værdipapirer, skal med rimelighed kunne siges at være nødvendig for beslutningen om at fremsætte overtagelsestilbuddet eller foretage fusionen.

Reglerne for markedssondering gælder derfor også i de tilfælde, hvor en tilbudsgiver retter henvendelse til de investorer, der disponerer over værdipapirerne.

Under markedssonderingsregimet skal kommunikation af information fra en udsteder, en sekundær udbyder, en deltager på markedet for emissionskvoter eller en tredjemand, der handler på vegne af en af de tre førstnævnte, anses for at være foretaget som led i den normale udøvelse af personens arbejde, erhverv eller opgaver. Alle betingelser for dette skal være opfyldt. Kommunikationen vil herefter ikke udgøre uretmæssig videregivelse af intern viden.

"Safe harbour"

Det er overordnet et krav, at udsteder etablerer procedurer for, hvordan en markedssondering skal foregå, og at denne eller disse procedure(r) bliver gennemgået jævnlige og opdateret ved behov. Dette skal sikre korrekt adfærd, så alle deltagere i markedssonderingen får samme oplysninger, og så Finanstilsynet på anmodning kan gennemgå processen.

Udsteder skal opfylde fire betingelser for at kunne være undtaget via "safe harbour"-reglerne:

- Vurdering af om oplysninger, som videregives, er intern viden:
 - o Udsteder skal inden markedssonderingen nøje overveje, om den vil medføre videregivelse af intern viden
 - o Udsteder skal skriftligt notere sin konklusion og sine begrundelser.
- Kommunikation af standardoplysninger til personer, som modtager markedssonderingen:
 - o Udsteder skal give potentielle investorer visse standardoplysninger og indhente specifikke samtykker, uanset om udsteder vurderer, at markedssonderingen medfører videregivelse af intern viden
 - o Format for optegnelser:
 - Markedsdeltagere, der videregiver viden, skal udarbejde oplysningerne i elektronisk format ved brug af de bilag, der fremgår af Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/959.
- Hvis oplysninger ophører med at være intern viden:
 - o Når udsteder vurderer, at viden, der er videregivet i forbindelse med en markedssondering, ophører med at være intern, skal udsteder hurtigst muligt oplyse modtageren om dette.
- Registrering og opbevaring af information:
 - o Udsteder skal udarbejde en optegnelse over standardoplysningerne og de samtykker, som er modtaget
 - o Markedsdeltagere, der videregiver viden, skal udarbejde en liste over alle potentielle investorer, som har meddelt, at de ikke ønsker at modtage markedssonderinger
 - o Udsteder skal desuden registrere al kommunikation, som udsteder og deltagerne måtte have
 - o Alle former for dokumentation skal fremlægges for Finanstilsynet, hvis Finanstilsynet beder om det.

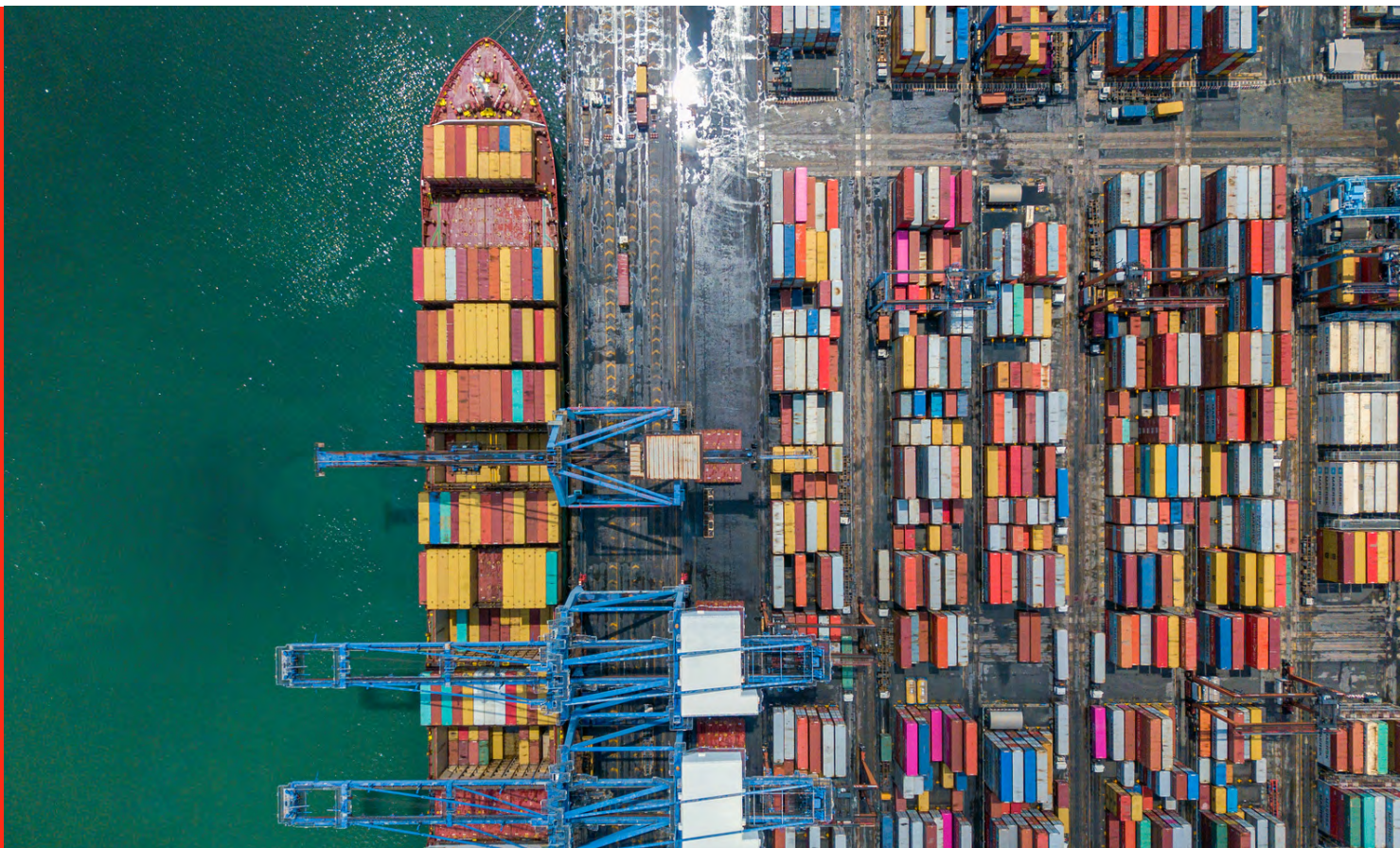
Modtagere af markedssonderinger

ESMA har udstedt retningslinjer for de personer, der modtager markedssonderinger. Retningslinjerne gælder faktorer, skridt og optegnelser, som personer, der modtager markedssonderingerne, skal tage hensyn til og gennemføre. Retningslinjerne gælder overordnet på seks områder:

- Interne procedurer og personaleuddannelse.
- Formidling af ønsket om ikke at modtage markedssonderinger.
- Modtagerens vurdering af, om vedkommende er i besiddelse af intern viden som følge af markedssonderinger, og hvornår informationen ophører med at være intern viden.
- Vurdering af relaterede finansielle instrumenter.
- Skriftlige referater eller noter.
- Opbevaring af optegnelser.

Retmæssig videregivelse af intern viden

Hvis et udbud af værdipapirer udelukkende er rettet til kvalificerede investorer som defineret i prospektforordningen, betragtes kommunikation af oplysningerne til de pågældende kvalificerede investorer med henblik på at forhandle de kontraktlige vilkår og betingelser for deres deltagelse i en udstedelse af obligationer fra en udsteder, der har finansielle instrumenter, som er optaget til handel på en markedsplads, eller fra enhver person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning, ikke som en markedssondering.



En sådan kommunikation anses ikke som uretmæssig videregivelse af intern viden, da den anses for at være foretaget som led i den normale udøvelse af en persons arbejde, erhverv eller opgaver (se også afsnit 2.7 *Uretmæssig videregivelse af intern viden*).

2.9 Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter

Handel med værdipapirer eller tilsvarende instrumenter til stabilisering af værdipapirer eller handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer er under visse omstændigheder undtaget fra forbuddet mod markedsmissbrug (samlebetegnelse for insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation).

Tilbagekøbsprogrammer

Aktietilbagekøb er en metode, virksomheder kan bruge til at returnere penge til aktionærerne. Ofte benyttes aktietilbagekøb som et alternativ til at udbetale udbytte, men kan også være et spørgsmål om at kunne honorere udstedte aktieoptionsprogrammer.

Krav ved tilbagekøbsprogrammer

For at være omfattet af undtagelsen kræver det, at aktiviteterne finder sted med den nødvendige gennemsigtighed, hvor relevante oplysninger om stabilisering videregives, og ved iagttagelse af visse handelsbegrænsninger og handelsbetingelser.

- Offentliggørelse forud for tilbagekøbsprogrammets start:
 - o Oplysninger om formål, som skal være begrænset til en af følgende:
 - at reducere en udsteders kapital
 - at opfylde forpligtelser som følge af finansielle gældsinstrumenter, der kan konverteres til egenkapitalinstrumenter
 - at opfylde forpligtelser som følge af aktieoptionsprogrammer eller andre aktietildelinger til udstederens ansatte eller medlemmer af selskabets ledelse.
 - o Oplysning om det maksimale pengebeløb, der kan anvendes
 - o Oplysning om det maksimale antal aktier, der kan erhverves
 - o Programmets løbetid.

- Løbende indberetning til kompetent myndighed for markedspladsen.
- Løbende offentliggørelse af transaktioner.
- Handelsbetingelser:
 - o Aktierne skal købes af udstederen på en markedsplads, hvor aktierne er optaget til handel eller handles
 - o Ordre må ikke afgives eller ændres under en auktionsfase, medmindre aktierne udelukkende handles på en markedsplads via auktioner
 - o Aktierne må ikke købes til højere kurs end den højeste af følgende kurser: Kursen på den sidste uafhængige handel og det højeste foreliggende uafhængige købers tilbud på markedspladsen, hvor købet gennemføres
 - o Udsteder må på en handelsdag højst købe 25 % af den gennemsnitlige daglige aktiemængde på markedspladsen.
- Handelsbegrænsninger:
 - o Medmindre udstederen har indført et tidsbestemt tilbagekøbsprogram, eller "lead manager" for tilbagekøbsprogrammet er et investeringsselskab eller et kreditinstitut, som træffer sine handelsbeslutninger med hensyn til tidspunktet for køb af udstederens aktier uafhængigt af udstederen, må udstederen i tilbagekøbsprogrammets løbetid ikke:
 - foretage salg af egne aktier
 - handle i lukkede perioder, jf. reglerne for ledende medarbejdere (30 dage forud for offentliggørelsen af årsrapport eller halvårsrapport)
 - handle i perioder, hvor udstederen har udsat offentliggørelse af intern viden.

Stabiliseringsforanstaltninger

Det følger af præamblen til den delegerede forordning, at stabilisering af værdipapirer har til formål at støtte kursen på værdipapirer i forbindelse med første eller andet (PwC: "efterfølgende" (secondary offerings)) udbud i et begrænset tidsrum, hvis værdipapirerne kommer under salgspres. Investorer med kort tidshorisont kan presse prisen i perioden efter udbuddets gennemførelse, hvorfor der kan være behov for at stabilisere kursen for at bidrage til større tillid til markedet.

Krav ved stabilisering

For at være omfattet af undtagelsen kræver det, at aktiviteterne finder sted med den nødvendige gennemsigtighed, hvor relevante oplysninger om stabilisering videregives:

- Begrænset tidsrum:
 - o Stabiliseringen skal være begrænset til 30 dage efter udbuddets afslutning eller tildelingstidspunktet.
- Offentliggørelse forud for stabilisering:
 - o Oplysning om at stabilisering kan indstilles på hvilket som helst tidspunkt, at stabiliseringstransaktioner tager sigte på at støtte markedsprisen i stabiliseringsperioden, begyndelses- og afslutningstidspunkt for stabiliseringsperioden, identitet på stabiliseringsenhed, eventuelle overtildelingsfaciliteter samt stedet og eventuelt markedsplads for stabilisering.
- Der skal ske løbende offentliggørelsen af stabiliserings-transaktionerne.

- Offentliggørelse efter stabiliseringen:
 - o Oplysninger om stabiliseringen, om der blev foretaget stabilisering, tidspunkt for stabiliseringen og kursinterval.
- Der skal ske indberetning af handlerne til kompetent myndighed.
- Stabilisering må ikke gennemføres over udbudskursen.

Uden for undtagelsen

Handel med egne aktier i tilbagekøbsprogrammer eller stabilisering af et finansielt instrument, der ikke kan drage fordel af undtagelserne, betragtes ikke i sig selv som markedsmissbrug, men er altså ikke omfattet af undtagelserne, hvorfor forbuddet mod markedsmissbrug skal iagttages.

2.10 Ledende medarbejderes og disses nærtstående indberetning af handler

Personer med ledelsesansvar (ledende medarbejdere) skal indberette transaktioner, de foretager med aktier eller gældsinstrumenter fra den udsteder, hvor de besidder ledelsesansvar. Pligten gælder også for personer med nær tilknytning til den ledende medarbejder (nærtstående).

Reglen er en forebyggende foranstaltning mod markedsmissbrug, navnlig insiderhandel, og samtidig et vigtigt informationselement for investorerne.

Den ledende medarbejder og dennes nærtstående skal indberette transaktionerne til Finanstilsynet og give besked til udstederselskabet. Herefter skal udstederselskabet offentliggøre transaktionerne overfor markedet.

Hvem?

En ledende medarbejder er:

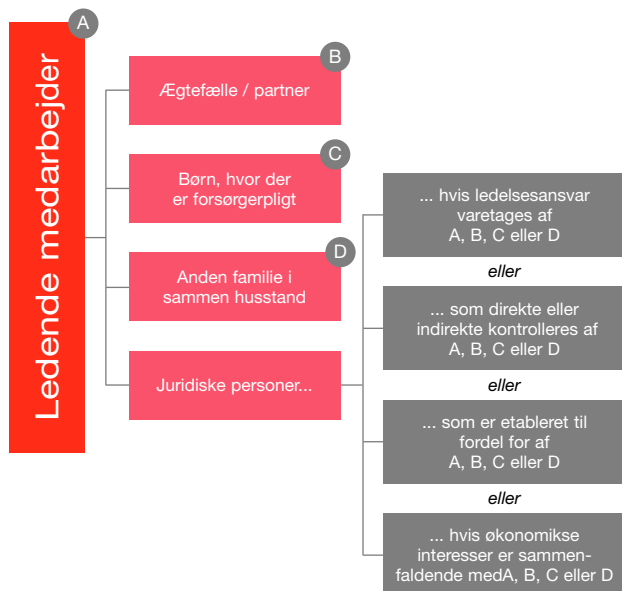
- En person, som er medlem af virksomhedens administrations-, ledelses- eller tilsynsorgan.
- Andre personer med regelmæssig adgang til intern viden og som har beføjelser til at træffe ledelsesmæssige beslutninger.

Nærtstående til den ledende medarbejder er:

- En ægtefælle eller partner.
- Børn, hvor der er forsørgerpligt.
- Anden familie i samme husstand.
- Juridiske personer,
 - o hvis ledelsesansvar varetages af den ledende medarbejder eller dennes nærtstående, eller
 - o som direkte eller indirekte kontrolleres af den ledende medarbejder eller dennes nærtstående, eller
 - o som er etableret til fordel for den ledende medarbejder eller dennes nærtstående, eller
 - o hvis økonomiske interesser er sammenfaldende med den ledende medarbejder eller dennes nærtstående.

Nærtstående til den ledende medarbejder omfatter selskaber, hvor den ledende medarbejder forestår den daglige

ledelse. Dette skal i henhold til Finanstilsynet forstås forholdsvist snævert. Bestemmelsen omfatter ikke ethvert selskab, hvor den ledende medarbejder deltager i bestyrelsen. Der lægges vægt på, om den ledende medarbejder eller dennes nærtstående i kraft af sin stilling har mulighed for at øve indflydelse på selskabets aktivsammensætning.



Finanstilsynets hjemmeside, www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-ledende-medarbejdere/Hvem-er-ledende-medarbejder

Hvilke transaktioner?

Indberetningsforpligtelsen gælder for alle transaktioner, som gennemføres for egen regning af den ledende medarbejder og dennes nærtstående.

Transaktioner omfatter udsteders aktier og gældsinstrumenter og heraf afledte instrumenter.

Undtagelse

Markedsmisbrugsforordningen indeholder en undtagelse for transaktioner, hvis kursværdien af vedkommendes transaktioner i alt er under 5.000 EUR, med en mulighed for de nationale myndigheder til at udvide undtagelsen op til 20.000 EUR. I Danmark er muligheden udnyttet fuldt ud. Den ledende medarbejder og dennes nærtstående har således kun pligt til at indberette meddelelse om transaktioner, hvis kursværdien af vedkommendes transaktioner i alt i løbet af et kalenderår udgør et beløb på 20.000 EUR eller derover. Overstiges beløbsgrænsen, skal der gives meddelelse om den transaktion, hvorved beløbsgrænsen overskrides samt alle efterfølgende transaktioner i det pågældende kalenderår.

Bagatelgrænsen beregnes individuelt for den ledende medarbejder og dennes nærtstående og skal således ikke aggregeres.

Indberetning og offentliggørelse

Indberetning skal foretages til udsteder og til Finanstilsynet straks og senest tre arbejdsdage efter transaktionen.

Når udsteder modtager en meddelelse fra den ledende medarbejder eller dennes nærtstående om en transaktion, skal udsteder offentliggøre transaktionen overfor markedet. Udsteders offentliggørelse skal ske straks, dog senest tre arbejdsdage efter transaktionen.

Indberetning til Finanstilsynet fra en ledende medarbejder eller dennes nærtstående skal ske via Finanstilsynets elektroniske indberetningssystem, oam.finanstilsynet.dk. Den ledende medarbejder og dennes nærtstående kan enten selv foretage indberetningen eller lade for eksempel udstederselskabet indberette transaktionen. Det gøres ved at benytte fuldmagtsfunktionen i Finanstilsynets indberetningssystem. Den ledende medarbejder og dennes nærtstående skal dog være opmærksom på, at det er deres ansvar, at handlen bliver indberettet til Finanstilsynet.

Indberetning fra den ledende medarbejder eller dennes nærtstående og offentliggørelse fra udsteder skal ske ved brug af et standardskema, der kan findes på Finanstilsynets hjemmeside, www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/MAR1/MAR-for-ledende-medarbejdere/Materiale-til-indberetning. Skemaet skal indeholde oplysninger om personens navn, årsag til indberetning, navn på udsteder, identifikation af instrument, dato og sted for transaktionen og transaktionens pris og mængde.



Begrænsning i handel

En ledende medarbejder hos en udsteder må i visse perioder ikke foretage transaktioner for egen eller for tredjemands regning, direkte eller indirekte, som vedrører udstederens aktier eller gældsinstrumenter eller derivater eller andre finansielle instrumenter, der er knyttet hertil. Forbuddet gælder i en periode på 30 kalenderdage før offentliggørelsen af en foreløbig finansiell rapport eller en årsafslutningsrapport, som den pågældende udsteder er forpligtet til at offentliggøre i overensstemmelse med den pågældende markedsplads regler eller reglerne i dansk ret. På Nasdaq Copenhagen (Main Market og First North Growth Market) og i dansk ret er der krav om offentliggørelse af en årsrapport og en halvårsrapport.

Underretning

Udsteder skal skriftligt underrette personer med ledelsesansvar om deres forpligtelse og oprette en liste over ledende medarbejdere og deres nærtstående. Der er ingen formkrav til listen. Listen skal indeholde oplysninger, som kan identi-

ficere personerne, deres rolle i forhold til selskabet og tidspunktet for, hvornår de blev omfattet af forpligtelsen for ledende medarbejdere og disses nærtstående.

Ledende medarbejdere skal skriftligt underrette deres nærtstående om deres forpligtelser.

2.11 Markedsmanipulation

Det er forbudt at deltage i eller forsøge at deltage i markedsmanipulation.

Forbuddet mod markedsmanipulation skal ses som et forbud mod at lyve ved indgåelse af en transaktion, afgivelse af en handelsordre, udbredelse af oplysninger eller anden adfærd, når løggen er egnet til at få kursen til at afvige fra den "rigtige" kurs, hvorved resten af markedet handler til "forkerte" kurser.

Definition

Markedsmisbrugsforordningen omfatter fire former for manipulerende aktiviteter:

- Transaktioner, handelsordrer eller anden adfærd, som giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter.
- Transaktioner, handelsordrer eller anden aktivitet, der påvirker eller antages at påvirke kursen på et eller flere finansielle instrumenter, i forbindelse med hvilken der benyttes fingererede planer eller andre former for bedrag eller påfund.
- Udbredelse af oplysninger gennem medier, herunder internettet, eller ved andre metoder, der giver eller antages at give urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument.
- Videregivelse af urigtige eller vildledende oplysninger eller indberetning af urigtige eller vildledende input vedrørende et benchmark.

Handel med sig selv over en markedsplads er ulovligt

Hvis en investor handler værdipapirer med sig selv over en markedsplads, også kaldet wash trading, sender det vildledende signaler til markedet om udbud og efterspørgsel efter værdipapiret. Wash trading betragtes som markedsmanipulation. Det gælder, uanset om personen handler direkte med sig selv eller for eksempel sælger til sit eget holdingselskab.

Flytning af depot

En investor, der ønsker at flytte værdipapirer fra et depot til et andet, fx ved skift af bank, skal være opmærksom på reglerne. En mulighed er at flytte værdipapirerne uden om markedspladsen.

Market making må ikke påvirke kursen

Market makere skaber likviditet i markedet ved at lægge både købs- og salgsordrer ud på markedet. En market maker er – ligesom alle andre markedsdeltagere – omfattet af reglerne om markedsmisbrug. Købs- og salgspriserne

må ikke sættes, så de påvirker balancen mellem udbud og efterspørgsel.

Virksomheder kan have et særligt incitament til at handle kursen op, da deres ejere har fordel af den høje kurs. Finanstilsynet har derfor påpeget, at virksomheder, som er market makere i egne aktier, skal være særligt opmærksomme på ikke at komme til at foretage kurspleje.

Strakskursmanipulation

Det følger af markedsmisbrugsforordningen, at afgivelse af handelsordrer til en markedsplads, der sender eller antages at sende et urigtigt eller vildledende signal om udbuddet af eller efterspørgslen efter eller kursen på et finansielt instrument, anses for at være markedsmanipulation.

I 2008 blev en aktionær dømt 40 dages ubetinget fængsel for markedsmanipulation i Østre Landsret. Aktionæren havde indlagt en ordre på 20 Flügger aktier til kurs 745, hvilket betød, at kursen steg fra kurs 730 til kurs 745. Derefter solgte aktionæren via en anden bank i alt 400 aktier til kurs 745 og udnyttede på den måde bankernes handelssystem.

Udnyttelse af adgang til medier

Som eksempel på adfærd, som anses for at være markedsmanipulation, anfører markedsmisbrugsforordningen udnyttelse af adgang til medier ved at udsende en menings-tilkendegivelse om et finansielt instrument efter på forhånd at have erhvervet sig dele af det pågældende finansielle instrument og ved senere at drage fordel af den måde, hvorpå tilkendegivne holdninger påvirker kursen på instrumentet, uden samtidig at have afsløret interessekonflikten over for offentligheden på korrekt og effektiv vis.

I en sag i højesteret fra 2012 (sag 193/2011) blev en aktieanalytiker dømt for markedsmanipulation ved at opkøbe aktier, skrive positive historier og efterfølgende sælge aktierne med fortjeneste. I dommen fremfører højesteret, at aktieanalytikerens køb, anbefaling og salg havde fulgt et så fast mønster, at anbefalingerne i artiklerne i hvert fald delvis måtte anses for påvirket af ønsket om kursstigning. Højesteret tiltrådte derfor, at aktieanalytikerens handlemåde udgjorde kursmanipulation, og oplysningen i artiklerne om, at aktieanalytikerens selv ejede aktier i de pågældende selskaber, ikke var tilstrækkelig til at oplyse om aktieanalytikerens meget betydelige egeninteresse i de anbefalede aktier.

Udbredelse af oplysninger

Udbredelse af oplysninger, der giver urigtige eller vildledende signaler om kursen på et finansielt instrument, er markedsmanipulation.

I "Seven-Eleven dommen" (U 2003.1467) blev tiltalte den 24. september 2000 dømt skyldig i kursmanipulation. Tiltalte sendte en fax med en urigtig besked om, at Eli Lilly & Co ville byde på 51 % af NeuroSearchs aktiepost, og at prisen forventes at blive 655 kr. pr. aktie. Tiltalte blev kendt skyldig i kursmanipulation, da handlingen var egnet til at påvirke kursen på NeuroSearchs aktier.

Handler, der påvirker kursen

Indgåelse af transaktioner, der giver vildledende signaler om efterspørgslen efter eller kursen på finansielle instrumenter, er markedsmanipulation.

Østre Landsret afsagde den 23. marts 2017 dom i "Parken sagen". I sagen blev selskabet og selskabets daværende direktør og bestyrelsesformand dømt for forsætlig overtrædelse af forbuddet mod kursmanipulation.

Forholdet strakte sig over perioden november 2007 til oktober 2008, hvor selskabet via værdipapirhandlere opkøbte egne aktier på Nasdaq Copenhagen. Landsretten lagde til grund, at selskabet havde et – omend vekslende – behov for at opkøbe egne aktier til at opfylde disse forpligtelser, men også at det indgik som et centralt gennemgående hensyn i selskabets strategi at sikre, at der var likviditet i aktien samt at kursen på aktien var stabil og kom op på eller ikke under bestemte niveauer.

2.12 Kapitalforhøjelse

Hvis et kapitalsekskab får behov for yderligere kapital efter stiftelsen, kan ejerne foretage en kapitalforhøjelse i selskabet.

Vedtægtsmæssig hjemmel

Kapitalforhøjelsen kan enten ske på selskabets ordinære generalforsamling, på en ekstraordinær generalforsamling eller uden afholdelse af en generalforsamling, hvis selskabets centrale ledelsesorgan tidligere har fået en bemyndigelse fra generalforsamlingen til at foretage en kapitalforhøjelse. Generalforsamlingens beslutning om en kapitalforhøjelse skal vedtages som en vedtægtsændring.

Af hjemmelen skal det fremgå, hvilken kapitalforhøjelse der er bemyndigelse til, fx om der er bemyndigelse til kontant kapitalforhøjelse eller kapitalforhøjelse ved konvertering af gæld. Som udgangspunkt er der fortegningsret for de eksisterende aktionærer ved en kapitalforhøjelse. Det skal fremgå af vedtægterne, hvis denne fortegningsret fraviges.

Prospektregler

Der er to situationer, som udløser prospektpligt:

- når værdipapirer udbydes til offentligheden
- når værdipapirer optages til handel på et reguleret marked.

Prospektpligt for selskaber optaget til handel på et reguleret marked

Selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, skal være opmærksom på begge ovenstående krav.

Der er som udgangspunkt prospektpligt, når de nye aktier skal optages til handel på det regulerede marked, hvor selskabets øvrige aktier er optaget til handel. Dette gælder dog ikke, hvis antallet af nye aktier ikke overstiger 20 % af antallet af aktier af samme klasse (fungible værdipapirer)⁵, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked, beregnet over en periode på 12 måneder. Samme undtagelse gælder for aktier, der stammer fra konvertering eller ombytning af andre værdipapirer eller som følge af udøvelse af rettigheder i henhold til andre værdipapirer.

Derudover er der prospektpligt, hvis kapitalforhøjelsen foretages som et offentligt udbud. Der er her prospektpligt, medmindre udbuddet (modydelsen) er under 8 mio. EUR. Beløbsgrænsen gælder for offentlige udbud i Danmark. Hvis der foretages udbud på tværs af grænser, skal prospektreglerne i de øvrige lande iagttages⁶.

Derudover er rettede udbud – udbud rettet til færre end 150 personer eller rettet til kvalificerede (professionelle) investorer – undtaget fra prospektpligten for offentlige udbud.

Hvis udbuddet foretages som et rettet udbud og samtidig udgør under 20 % af antallet af aktier, der allerede er optaget til handel på samme regulerede marked, er der således ikke prospektpligt.

Prospektpligt for selskaber optaget til handel på en MHF

Selskaber, der har aktier optaget til handel på en MHF, skal alene være opmærksom på prospektpligten for offentlige udbud, jf. ovenfor, da der ikke er prospektpligt for optagelse til handel på en MHF.

Indholds krav

Kommissionen har udstedt en delegeret forordning ((EU) 2019/980), som supplerer prospektforordningen, for så vidt angår formatet af prospekter og angivelse af de specifikke oplysninger, der skal indgå i prospektet. Informationskravene til de enkelte prospekter afhænger af typen af værdipapirer og udsteder.

5 Fungible: "Ting af ensartet beskaffenhed, som har samme artsegenskaber, og som derfor normalt lader sig erstatte med en tilsvarende mængde af samme art.", jf. Den Store Danske, lex.dk. I prospektdirektivet (2003/71/EF) var en tilsvarende undtagelse, der alene omhandlede aktier. Her var formuleringen "aktier af samme klasse". Med prospektforordningen blev undtagelsen udvidet til at omfatte værdipapirer, og formuleringen blev ændret til "værdipapirer som er fungible". Det fremgår af præambelen til Prospektforordningen, at "Derimod bør der, når en udsteder allerede har aktier optaget til handel på et reguleret marked, ikke stilles krav om et prospekt i forbindelse med en eventuel efterfølgende optagelse af aktier af samme klasse på det samme regulerede marked forudsat at de nyligt optagne aktier udgør en begrænset del i forhold til aktierne af samme klasse, der allerede er optaget på det samme regulerede marked.... Det samme princip bør mere generelt finde anvendelse på værdipapirer, som er fungible med værdipapirer, der allerede er optaget til handel på et reguleret marked."

6 ESMA har på deres hjemmeside offentliggjort en liste over prospektgrænserne i de forskellige medlemsstater. Heraf fremgår også, at nogle medlemsstater har fastsat nationale regler for udbud under prospektgrænsen, hvorfor det kan være en fordel at udarbejde et EU-prospekt. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf

		Optagelse til handel på et reguleret marked	
		Nye aktier udgør <20 % af antallet af noterede aktier af samme klasse	Nye aktier udgør >20 % af antallet af noterede aktier af samme klasse
Udbuddet	Offentligt udbud > 8 mio. EUR	Prospektpligt	Prospektpligt
	Offentligt udbud i DK < 8 mio. EUR	Ikke prospektpligt	Prospektpligt
	Offentligt udbud i DK < Rettet emission	Ikke prospektpligt	Prospektpligt

Herunder er nogle af prospekttyperne beskrevet. Standardprospektet er beskrevet i afsnit 1.8 *Prospekt*.

EU-vækstprospektet

EU-vækstprospektet skal gøre det lettere for især små og mellemstore selskaber at anvende kapitalmarkedet.

Reglerne finder anvendelse på:

- Udbud foretaget af små og mellemstore selskaber (når de ikke er eller ikke søges optaget til handel på et reguleret marked).
- Udbud af værdipapirer, der er eller skal optages til handel på et SMV-vækstmarked, når udsteder har en markedsværdi under 500 mio. EUR.
- Udbud under 20 mio. EUR, når udsteder ikke har værdipapirer optaget til handel på en MHF, og udsteder har op til 499 ansatte.

Hensigten med reglerne er, at et EU-vækstprospekt skal være et dokument i standardformat, der er affattet i et enkelt sprog, og som det er nemt for udsteder at udfylde. På den måde skal omkostningerne ved at udarbejde prospektet stå mål med udsteders lavere finansieringsbehov.

Kravene til indholdet i EU-vækstprospektet findes i bilag 23 – 27 i Kommissionens delegerede forordning (EU) (2019/980).

Sekundære udstedelser og sekundære udbud

Reglerne for sekundære udstedelser og sekundære udbud tager højde for, at informationsbehovet er mindre i prospekter, der omfatter værdipapirer, hvor udsteder er omfattet af oplysningsforpligtelser.

Reglerne kan anvendes af følgende:

- Udstedere, hvis værdipapirer vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked i mindst de seneste 18 måneder, og som udsteder værdipapirer, som er fungible med eksisterende værdipapirer, der tidligere er blevet udstedt.

- Udstedere, hvis værdipapirer, der er kapitalandele, vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder, og som udsteder værdipapirer, der ikke er kapitalandele.
- Udbydere af værdipapirer, der vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder.
- Udstedere, hvis værdipapirer har været udbudt til offentligheden og vedvarende været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst to år, og som fuldt ud har overholdt indberetnings- og offentliggørelsesforpligtelserne gennem hele den periode, hvori de har været optaget til handel, og som søger om optagelse til handel på et reguleret marked af værdipapirer, som er fungible med eksisterende værdipapirer, der tidligere er blevet udstedt.

Tredje bullet tager højde for den situation, hvor en storaktionær foretager et offentligt udbud af aktier, der er optaget til handel på et reguleret marked, og er omfattet af prospektpligten. I en sådan situation kan storaktionæren (udbyderen) gøre brug af regimet for sekundære udstedelser.

Informationskravet til det forenklede prospekt for sekundære udstedelser tager højde for, at der allerede er oplysninger i markedet som følge af andre regler. For at falde ind under de ovenfor nævnte punkter, er det et krav, at værdipapirerne har været optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder.

De 18 måneder er valgt for at sikre, at udstederen mindst én gang har opfyldt sin forpligtelse til at offentliggøre en årsrapport.

Kravene til prospektet for sekundære udstedelser findes i bilag 3 og 12 i Kommissionens delegerede forordning (EU) (2019/980).

EU-genopretningsprospektet

Som en del af genopretningspakken vedrørende kapitalmarkederne er der ved Europa-Parlamentets og Rådets forordning

(EU) 2021/337 af 16. februar 2021 foretaget en ændring til prospektforordningen, der indførte et EU-genopretningsprospekt.

Ændringen skal gøre det lettere for europæiske virksomheder at benytte kapitalmarkedet til at komme igennem den krise, som COVID-19 har medført.

Det fremgår af ændringen, at COVID-19-krisen gør EU-virksomheder – navnlig SMV'er og nystartede virksomheder – mere skrøbelige og sårbare. Hvor det er relevant med henblik på at fremme og diversificere finansieringskilderne for EU-virksomheder, idet der lægges særlig vægt på SMV'er, herunder nystartede virksomheder og midcapselskaber, kan fjernelse af uberettigede hindringer og bureaukrati hjælpe med at fremme deres mulighed for at få adgang til egenkapitalmarkeder og give detailinvestorer og store investorer adgang til mere forskelligartede, langsigtede og konkurrencedygtige investeringsmuligheder.

EU-genopretningsprospektet kan anvendes af:

- Udstedere, hvis aktier vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked i mindst de seneste 18 måneder, og som udsteder værdipapirer, som er fungible med eksisterende aktier, der tidligere er blevet udstedt.
- Udstedere, hvis aktier allerede er blevet handlet vedvarende på et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder, forudsat at der er offentliggjort et prospekt for udbuddet af disse aktier, og som udsteder aktier, som er fungible med eksisterende aktier, der tidligere er blevet udstedt.
- Udbydere af aktier, der vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder.

Udstedere må kun udarbejde et EU-genopretningsprospekt, såfremt det antal aktier, der efter hensigten skal udbydes, i givet fald sammen med det antal aktier, der allerede er udbudt via et EU-genopretningsprospekt i en periode på 12 måneder (regnet fra datoen for godkendelsen af EU-genopretningsprospektet), ikke udgør mere end 150 % af det antal aktier, der allerede er optaget til handel på et reguleret marked eller på et SMV-vækstmarked, alt efter hvad der er tilfældet, på datoen for godkendelse af EU-genopretningsprospektet.

Informationskravet til EU-genopretningsprospektet tager udgangspunkt i, at det har været vigtigt for hurtigt at kunne håndtere de alvorlige økonomiske virkninger af COVID-19 pandemien at indføre foranstaltninger til fremme af investeringer i realøkonomien, muliggøre en hurtig rekapitalisering af virksomheder i Unionen og give udstedere mulighed for at udnytte de offentlige markeder tidligt i genopretningsprocessen.

På samme måde som prospektet for sekundære udstedelser og sekundære udbud tager reglerne udgangspunkt i, at der allerede er oplysninger i markedet om udsteder som følge af andre regler. Derudover er kravene skåret yderligere til for at gøre det nemmere at udarbejde prospektet.

Prospektet skal have et omfang på højst 30 A4-sider i trykt udgave og skal være udformet og opstillet, så det er letlæseligt med brug af en læsbar skriftstørrelse. Kravene til de enkelte oplysninger fremgår af bilag Va til prospektforordningen.

Reglerne om EU-genopretningsprospektet er midlertidige og gælder for prospekter, der er godkendt inden den 31. december 2022, i hele deres gyldighedsperiode på maksimum 12 måneder.

Finansielle oplysninger i prospekter

Et prospekt skal indeholde reviderede historiske regnskabsoplysninger. Oplysningerne skal præsenteres i en form, som er i overensstemmelse med den, der vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab.

Derudover skal prospektet – afhængig af udsteder – blandt andet indeholde oplysninger om "Gennemgang af drift og regnskaber" (Operation and Financial Review (OFR)), forventninger, væsentlige forandringer i udsteders finansielle stilling, erklæring om driftskapital og kapitalisering og gæld.

Prospektet skal indeholde supplerende oplysninger om en anden enhed end udstederens, hvis udsteder har gennemført en transaktion før datoen for prospektet, der endnu ikke fuldt ud er afspejlet i de historiske regnskabsoplysninger (kompleks regnskabshistorik) eller har påtaget sig en "betydelig finansiell forpligtelse", fx i form af et eller flere tilkøb, der endnu ikke er gennemført på tidspunktet for prospektet.

Der er tale om en betydelig finansiell forpligtelse, hvis tilkøbet/tilkøbene medfører en væsentlig bruttoændring, hvilket vil sige en variation på over 25 % i forhold til en eller flere indikatorer for størrelsen af udsteders virksomhed. Det må formodes, at samme kriterie som udgangspunkt lægges til grund ved vurdering af kompleks regnskabshistorie.

Har udsteder en kompleks regnskabshistorie eller indgået en betydelig finansiell forpligtelse, skal der medtages proforma regnskabsoplysninger og supplerende oplysninger, herunder historiske regnskabsoplysninger, om en anden enhed end udstederen.

Proforma regnskabsoplysningerne dækker den seneste regnskabsperiode og viser udsteders seneste regnskab, som det ville have set ud, hvis tilkøbet var fuldt ud afspejlet i perioden.

Godkendelsesproces

Prospektet skal godkendes af Finanstilsynet inden offentliggørelse. Finanstilsynet opfordrer til, at der så hurtigt som muligt aftales en tidsplan for godkendelsesprocessen.

Godkendelse af et prospekt forløber oftest over 4-5 gennemgange hos Finanstilsynet, hvor der til første gennemgang skal afsættes ti arbejdsdage og fem arbejdsdage til efterfølgende gennemgange hos Finanstilsynet. Til den sidste gennemgang skal der afsættes 2-3 dage til Finanstilsynets gennemgang. Tidsplanen skal, ud over at tage højde for Finanstilsynets sagsbehandlingstid, tage højde for den tid, som udsteder har

behov for til at ændre prospektet i overensstemmelse med Finanstilsynets eventuelle bemærkninger.

I visse tilfælde tilbyder Finanstilsynet at godkende et prospekt efter en fast track model. Efter denne model godkendes et prospekt på baggrund af tre gennemgange, hvor der skal afsættes fem arbejdsdage til første gennemgang hos Finanstilsynet. Derefter skal der afsættes henholdsvis tre og to arbejdsdage til de efterfølgende to gennemgange hos Finanstilsynet. Det er et krav for at kunne benytte fast track modellen, at prospektet er gennemarbejdet og færdigt, når Finanstilsynet modtager det til første gennemgang. Det betyder, at det alene er den endelige pris og datoer, der må være udestående i prospektet.

Efter godkendelse skal prospektet offentliggøres.

Tillægsprospekt

Se kort om reglerne for tillægsprospekter i afsnit 1.8 *Prospekt*.

2.13 Nasdaqs udstederregler

En operatør af et reguleret marked og en operatør af en multilateral handelsfacilitet skal efter lov om kapitalmarkeder §§ 71 og 89 have klare og gennemskelige regler og procedurer, der sikrer en redelig og korrekt handel, og indeholder objektive kriterier for effektiv udførelse af ordrer.

Nasdaq har udstedt udstederregler for henholdsvis deres Main Market (reguleret marked) og First North Growth Market (MHF), der gælder for de nordiske markedspladser.

Nasdaq Copenhagen Main Market

Udstederreglerne på Nasdaq Copenhagen Main Market er fælles med de nordiske markedspladser med tillægsregler for de enkelte markedspladser.

Reglerne indeholder krav til følgende områder:

- Optagelseskrav:
 - o Beskrevet i afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav*.
- Offentliggørelse og informationskrav:
 - o Krav til hvilke oplysninger, der skal offentliggøres.
- Overvågnings aktioner:
 - o Under hvilke omstændigheder aktier kan komme på observationslisten, suspenderet eller fjernet fra handel.
- Sanktioner:
 - o Hvilke sanktioner de enkelte markedspladser kan gøre brug af fremgår af de lokale supplerende regler.
- Lokale supplerende regler

Selskabskalender

Udsteder skal på sin hjemmeside offentliggøre en kalender med datoer og tidspunkt for forventet offentliggørelse af finansielle rapporter, datoen for generalforsamlingen og eventuelt datoen for udbetaling af udbytte. Kalenderen skal offentliggøres inden starten af hvert finansielt år.

Hvis der sker ændringer til kalenderen, skal kalenderen opda-

teres hurtigst muligt. Hvis ændringerne sker inden for to uger af en af de i kalenderen angivne datoer, skal ændringen offentliggøres med en forklaring i en selskabsmeddelelse.

Nasdaq Copenhagen Main Market lokale regler

Frister for offentliggørelse af finansielle rapporter

En udsteder skal offentliggøre halvårsrapporter og årsrapporter. Årsrapporter skal offentliggøres hurtigst muligt og ikke senere end fire måneder efter regnskabsperiodens afslutning. Halvårsrapporten (og kvartalsrapport, hvis en sådan udarbejdes) skal offentliggøres hurtigst muligt og ikke senere end tre måneder efter regnskabsperiodens afslutning. Fristen på tre måneder gælder også, hvis udsteder vælger at offentliggøre en årlig finansiell meddelelse (annual financial statement).

Sletning fra handel

En anmodning fra udsteder om sletning vil blive imødekommet, hvis beslutning om sletning følger en gyldig generalforsamlingsbeslutning, der er tiltrådt af mindst 90 % såvel af de stemmer, der er afgivet, som af den del af selskabskapitalen, der er repræsenteret på generalforsamlingen.

Indkaldelsen til generalforsamlingen skal indeholde forslaget om sletning med en beskrivelse af konsekvenserne for aktionærerne. Udsteder skal sikre, at aktionærerne tilbydes at afhænde deres aktier i udsteder til et rimeligt vederlag. Nasdaq tager som udgangspunkt ikke stilling til, hvad der udgør et rimeligt vederlag, medmindre det er åbenlyst urimeligt. En vurderingsberetning kan indgå ved denne vurdering.

Derudover fremgår det af reglerne, at Nasdaq vil imødekomme anmodning om sletning, 1) hvis en aktionær vil kunne tvangsindløse de resterende aktionærer, 2) hvis udsteder optages til handel eller er optaget til handel på et andet reguleret marked eller 3) hvis udsteder ophører med at eksistere som følge af opløsning, som følge af fusion eller spaltning, eller som følge af konkurs.

Nasdaq Copenhagen First North Growth Market

Udstederreglerne på Nasdaq Copenhagen First North Growth Market er fælles med de nordiske markedspladser – med tillægsregler for de enkelte markedspladser.

Reglerne indeholder krav til følgende områder:

- Optagelseskrav – beskrevet i afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav*.
- Beskrivelse af udsteder – beskrevet i afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav*.
- Offentliggørelse og informationskrav.
- Certified adviser – beskrevet i afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav*.
- Sanktioner og administrative beslutninger.
- Generelle bestemmelser.
- Lokale supplerende regler.
- Yderligere krav til selskaber på First North Premier Growth Market – beskrevet i afsnit 1.7 *Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav*.

Finansielle rapporter

Årsrapporten skal offentliggøres i henhold til nationale regler (i Danmark fem måneder) og senest seks måneder efter regnskabsårets afslutning.

Udsteder skal derudover offentliggøre en årlig finansiell meddelelse (annual financial statement), der indeholder de væsentligste informationer fra den kommende årsrapport. Denne meddelelse skal offentliggøres hurtigst muligt efter godkendelsen af de relevante regnskaber og senest tre måneder efter periodens afslutning.

Halvårsrapporten skal offentliggøres hurtigst muligt efter halvårsrapporten er godkendt og senest to måneder efter regnskabsperiodens udløb.

Derudover er der fastsat yderligere krav til, hvilke oplysninger årsrapporten og halvårsrapporten altid skal indeholde.

Hvis udsteder vælger at offentliggøre kvartalsrapporter, skal disse offentliggøres efter samme frister som halvårsrapporten og med samme indholds krav.

Selskabskalender

Udsteder skal på sin hjemmeside offentliggøre en kalender med datoer og tidspunkt for forventet offentliggørelse af finansielle rapporter og datoen for generalforsamlingen. Kalenderen skal offentliggøres inden starten af hvert finansielt år.

Hvis der sker ændringer til kalenderen, skal kalenderen opdateres hurtigst muligt. Hvis ændringerne sker inden for to uger af en af de i kalenderen angivne datoer, skal ændringen offentliggøres med en forklaring i en selskabsmeddelelse.

Nasdaq Copenhagen First North Growth Market lokale regler

Sletning fra handel

Anmodning om sletning fra en udsteder skal følge en beslutning på generalforsamlingen vedtaget med to-tredjedels flertal af stemmerne afgivet og repræsenteret på generalforsamlingen. Hvis anmodningen imødekommes, skal det være muligt at sælge sine aktier på markedspladsen i minimum ti uger efter beslutningen. Når en udsteder, baseret på en generalforsamlingsbeslutning, anmoder om sletning fra handel, vil anmodningen blive imødekommet af Nasdaq, medmindre sletning er i modstrid med investorernes, långiveres eller markedets interesser.

2.14 Corporate Governance

God selskabsledelse (Corporate Governance) har til formål at understøtte værdiskabende og ansvarlig ledelse og dermed bidrage til at styrke selskabernes langsigtede konkurrenceevne.

Komitéen for god Selskabsledelse har udarbejdet "Anbefalinger for god Selskabsledelse", som er "best practice" for ledelse af selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked i Danmark.

Det væsentligste i anbefalingerne er at sikre, at investorerne får indsigt i selskaberne og forståelse for selskabernes potentiale.

Anbefalingerne

Anbefalingerne er inddelt i fem kapitler:

1. Samspil med selskabets investorer og øvrige interessenter:
 - *Selskabets investorer og øvrige interessenter inklusive det omkringliggende samfund har en fælles interesse i at fremme selskabets udvikling og sikre, at selskabet er konkurrencedygtigt og værdiskabende på kort og lang sigt. God selskabsledelse handler bl.a. om at skabe rammer, der gør det nemt for investorer og øvrige interessenter at have dialog med selskabets ledelse.*
2. Bestyrelsens opgaver og ansvar:
 - *Bestyrelsen skal sikre værdiskabelsen i selskabet og er ansvarlig for selskabets strategi og opfølgning på gennemførelsen af strategien. Udover de i lovgivningen fastlagte opgaver skal bestyrelsen sikre, at selskabet har de nødvendige finansielle og kompetencemæssige forudsætninger for at nå opstillede mål.*
3. Bestyrelsens sammensætning, organisering og evaluering:
 - *Bestyrelsen agerer som et kollektiv og har et fælles ansvar for at løse bestyrelsesopgaverne. Sammensætningen af bestyrelsen skal gøre den i stand til at varetage opgaver af strategisk, ledelsesmæssig og kontrolmæssig art. Bestyrelsen fastlægger de kompetencer, som den samlede bestyrelse har behov for, og vurderer løbende, om sammensætningen og kompetencerne repræsenteret i bestyrelsen afspejler de krav, selskabets situation og forhold stiller til at varetage selskabets interesser.*
 - *Som en del af organisering anbefales det, at der nedsættes ledelsesudvalg, herunder et revisionsudvalg. Revisionsudvalget skal udover de i lovgivningen fastlagte opgaver bistå bestyrelsen med at føre tilsyn med rigtigheden af offentliggjorte finansielle oplysninger, sikre styring af risici, vurdere behovet for intern revision, forestå evaluering af den generalforsamlingsvalgte revisor, føre tilsyn med grænserne for ikke-revisionsydelser og sikre regelmæssig dialog mellem revisor og bestyrelsen.*
4. Ledelsens vederlag:
 - *Et konkurrencedygtigt vederlag er en forudsætning for at kunne tiltrække og fastholde kompetente medlemmer af ledelsen. Selskabet bør have en vederlagspolitik, hvor det samlede vederlag, dvs. den faste og variable del, andre vederlagskomponenter samt øvrige ansættelsesvilkår, er rimeligt og afspejler ledelsens ansvar, indsats og værdiskabelse. Bestyrelsen bør sikre en rimelig og forsvarlig sammenhæng mellem vederlag og værdiskabelse. For at understøtte den langsigtede værdiskabelse bør den variable del af vederlaget (incitamentsaf lønning) bero på realiserede resultater over en periode, så den ikke unødigt fremmer kortsigtet og risikobetonet adfærd.*
5. Risikostyring:
 - *Effektiv risikostyring medvirker til at reducere strategiske og forretningsmæssige risici, sikre compliance samt kvaliteten af grundlaget for ledelsens beslutninger og den finansielle rapportering. Selskaber har forskellige risici. Det er derfor væsentligt, at bestyrelsen identifi-*

cerer og forholder sig til de selskabsspecifikke risici og påser, at de er en effektiv risikostyring, herunder passende interne kontroller.

Anbefalingerne ændres løbende. Seneste ændring er foretaget i slutningen af 2020, hvor blandt andet anbefalingerne om selskabernes vederlag er ændret som følge af, at der i selskabsloven er indført krav om, at selskaber skal udarbejde en vederlagspolitik og en vederlagsrapport. Se afsnit 2.15 *Vederlag til ledelsen* i nærværende publikation vedrørende krav til vederlagspolitik og vederlagsrapport. Ændringen trådte i kraft for regnskabsår, der begyndte den 1. januar 2021 eller senere.

Følg eller forklar

Udgangspunktet er, at selskaberne følger anbefalingerne. For at skabe den nødvendige transparens for investorer og andre interessenter skal selskaberne forholde sig til hver anbefaling og oplyse, om de følger eller fraviger den pågældende anbefaling eller ej (følg eller forklar-princippet). Det er vigtigt, at forklaringerne er klare og fyldestgørende for hver enkelt anbefaling.

Hvis et selskab ikke følger en anbefaling, men forklarer hvorfor og hvordan selskabet har indrettet sig i stedet, anses selskabet også for at efterleve anbefalingen.

Komitéen for god Selskabsledelse har udarbejdet et skema, som bestyrelsen kan vælge at bruge til at forholde sig til anbefalingerne (corporategovernance.dk/vaerktoejer-til-rapportering).

Krav om at udsteder forholder sig til anbefalingerne

Det følger af årsregnskabsloven, at en virksomhed, som har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et EU-/EØS-land, skal medtage en redegørelse for selskabernes efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse. Redegørelsen skal offentliggøres enten i ledelsesberetningen eller på selskabets hjemmeside. En offentliggørelse på selskabets hjemmeside kræver, at URL-adressen henviser direkte til redegørelsen, og at det oplyses i tilknytning til ledelsesberetningen i den aflagte årsrapport.

Samtidig følger det af Nasdaqs udstederregler, at: *"The Issuer shall apply the corporate governance code, or corporate governance recommendations, applicable to the Issuer in its jurisdiction of incorporation or establishment. Alternatively, the Issuer shall apply the corporate governance code applicable in the jurisdiction of the Exchange"*.

2.15 Vederlag til ledelsen

Selskabsloven indeholder krav til børsnoterede selskabers interne processer og offentliggørelse af information til kapital-ejerne og markedet generelt om vederlag til ledelsen.

Kravene er opdelt i et krav til en vederlagspolitik, der fastsætter de regler, som skal følges ved fastsættelse af vederlag til ledelsen, og en vederlagsrapport, hvori der skal rapporteres om ledelsens vederlag.

Vederlagspolitik

Bestyrelsen skal udarbejde en vederlagspolitik, der dækker vederlæggelsen af selskabets bestyrelse og direktion. Der er her tale om det børsnoterede selskabs registrerede bestyrelse og direktion, mens øvrige medlemmer af ledelsen – fx et leadership board eller wider leadership – ikke omfattes af reglerne. Hvis selskabet frivilligt vælger at inkludere disse, vil det være et krav, at det er klart, hvad der gælder særskilt for de registrerede ledelsesmedlemmer.

Det er et krav, at politikken godkendes på generalforsamlingen, før den kan træde i kraft i selskabet, og at den forelægges til afstemning på generalforsamlingen mindst hvert fjerde år.

Det følger af Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport, at for selskaber, der står foran en børsnotering, skal bestyrelsen som et led i forberedelsen af børsnoteringen udarbejde en vederlagspolitik og bør fremlægge denne til godkendelse på generalforsamlingen senest i forbindelse med børsnoteringen.

Hurtigst muligt efter generalforsamlingen har godkendt vederlagspolitikken, skal denne offentliggøres på selskabets hjemmeside, inklusive oplysninger om dato for og resultat af generalforsamlingens afstemning. Vederlagspolitikken skal forblive offentlig tilgængelig, så længe den er gældende.

Specifikke krav til vederlagspolitikken

Vederlagspolitikken skal være klar og forståelig. Den skal bidrage til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed og skal indeholde følgende elementer:

- Forklaring på, hvordan vederlagspolitikken bidrager til selskabets forretningsstrategi, langsigtede interesser og bæredygtighed.
- Beskrivelse af de forskellige komponenter af fast og variabel aflønning.
- Forklaring på hvordan selskabets medarbejderes løn- og ansættelsesvilkår er blevet taget i betragtning ved udarbejdelse af vederlagspolitikken.
- Retningslinjer for varigheden af kontrakter og vigtigste elementer i tillægspensionsordninger.
- En forklaring på den beslutningsproces, der anvendes ved vederlagspolitikken fastlæggelse, revision og gennemførelse, herunder foranstaltninger til at undgå eller håndtere interessekonflikter.
- Oplysning om, hvilke dele af vederlagspolitikken, der kan fraviges.

Vederlagsrapporten

Selskaber, der har udarbejdet en vederlagspolitik, skal udarbejde en klar og forståelig vederlagsrapport, som giver et samlet overblik over aflønningen tildelt det enkelte ledelsesmedlem i løbet af året. Aflønningen omfatter alle goder uanset form.

Med alle goder uanset form forstås alt fra fast løn til pensionsbidrag og firmabetalt bil, avis og fri telefon etc. samt

de forskellige former for variabel aflønning. Oplysningerne skal også gives for ledelsesmedlemmer, der er fratrådt i løbet af det pågældende år. Selvom et ledelsesmedlem er fratrådt, skal dettes vederlag fortsat medtages i fratrædelsesåret og i oversigten over den årlige ændring i aflønning, men i året efter fratræden (og i de følgende år) er der ikke pligt til at oplyse om de årlige ændringer for de fratrådte personer.

Oversigten over den årlige ændring i vederlag skal dække de seneste fem års ændringer, hvilket bevirker, at de skal baseres på seks års vederlag.

Ved udarbejdelse af den første vederlagsrapport på baggrund af en vederlagspolitik efter selskabslovens §§ 139 og 139 a kan et selskab nøjes med at give sammenligningsoplysninger for ét år, dvs. at sammenligningsoplysninger gives på baggrund af oplysninger fra forrige regnskabsår sammenholdt med oplysninger fra det seneste regnskabsår. Det følgende år vil det være tilstrækkeligt med sammenligningsoplysninger for to år og så videre, indtil kravet om udarbejdelse af vederlagsrapport har været gældende for det pågældende selskab i fem år. På tilsvarende vis vil der for selskaber, der er blevet børsnoteret inden for en periode på fem år forinden tidspunktet for aflæggelsen af vederlagsrapporten, alene være pligt til at medtage oplysninger for de år, hvor selskabet har haft aktier optaget til handel på et reguleret marked, og kravet om udarbejdelse af vederlagsrapport derfor har været gældende for det pågældende selskab.

Det er selskabets bestyrelse, der har ansvaret for at udarbejde vederlagsrapporten.

Specifikke krav til vederlagsrapporten

Vederlagsrapporten skal indeholde følgende oplysninger om hvert enkelt ledelsesmedlems aflønning:

- Den samlede aflønning fordelt på komponenter, den faste og variable aflønnings forholdsmæssige andel og en forklaring på, hvordan den samlede aflønning er i overensstemmelse med den vedtagne vederlagspolitik, herunder hvordan den bidrager til selskabets langsigtede resultater og oplysninger om, hvordan resultatkriterierne er anvendt.
- Den årlige ændring i aflønningen, i selskabets resultater og i den gennemsnitlige aflønning på grundlag af fuldtids-ækvivalenter af andre ansatte i selskabet end ledelsesmedlemmer som minimum over de seneste fem regnskabsår, opstillet på en måde, der muliggør sammenligning.
- Enhver form for aflønning fra selskaber, som tilhører den samme koncern.
- Antallet af aktier og tildelte eller tilbudte aktieoptioner samt de væsentligste betingelser for udnyttelsen af rettighederne, herunder kursen på udnyttelsestidspunktet og datoen for udnyttelse og enhver ændring heraf.
- Oplysninger om brug af muligheden for at tilbagekræve variabel aflønning.
- Oplysninger om eventuelle afvigelser fra proceduren for gennemførelsen af vederlagspolitikken, og afvigelser fra selve vederlagspolitikken, herunder en beskrivelse af de

særlige omstændigheder og en angivelse af de konkrete elementer i vederlagspolitikken, der er fraveget.

De nævnte oplysningskrav gælder udelukkende, hvis der er noget at rapportere om. For eksempel skal der kun rapporteres om de væsentligste betingelser for udnyttelse af aktieoptioner, hvis det pågældende ledelsesmedlem er blevet tildelt aktieoptioner. Har muligheden for at kræve tilbagebetaling af variabelt vederlag ikke været anvendt, skal dette dog anføres i vederlagsrapporten.

Der skal på den ordinære generalforsamling afholdes en vejledende afstemning om godkendelse af selskabets vederlagsrapport for det seneste regnskabsår. I det følgende års vederlagsrapport skal det forklares, hvordan der er taget hensyn til resultatet af generalforsamlingens vejledende afstemning. Små og mellemstore aktieselskaber kan vælge alene at forelægge vederlagsrapporten til drøftelse på den ordinære generalforsamling. I det følgende års vederlagsrapport skal det forklares, hvordan der er taget hensyn til drøftelsen på generalforsamlingen.

Komitéen for god Selskabsledelse har på deres hjemmeside offentliggjort en dansk og en engelsk skabelon til brug for vederlagsrapporter corporategovernance.dk/vejledning-0.

2.16 Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående

Væsentlige transaktioner mellem selskabet og dets nærtstående parter skal godkendes af selskabets øverste ledelsesorgan, inden transaktionen gennemføres og offentliggøres.

Baggrunden for dette krav er, at nærtstående parter har en betydelig indflydelse på selskabet, hvorfor der er en risiko for, at transaktioner mellem den nærtstående part og selskabet ikke gennemføres på almindelige markedsmæssige vilkår. Med reglen om offentliggørelse får aktionærerne selv mulighed for at vurdere vilkårene i transaktionen.

Hvem og hvad?

Reglen gælder for selskaber, der har aktier med stemmeret optaget til handel på et reguleret marked. Reglen gælder for væsentlige transaktioner. Sædvanlige forretningsmæssige dispositioner skal dermed ikke godkendes eller offentliggøres, uanset omfanget.

Der er ikke fastsat konkrete størrelsesgrænser for væsentlige transaktioner. Her gælder de almindelige regler for vurdering af væsentlighed, der anvendes i forbindelse med udarbejdelse af årsrapporten. Vurdering af væsentlighed er altid konkret og skal foretages baseret på alle relevante oplysninger om det aktuelle aktieselskabs forhold og udvikling og alle relevante oplysninger om transaktionen. Det er selskabets ledelse, der vurderer, om en transaktion anses som væsentlig.

Hvilke transaktioner?

Loven har defineret størrelsesgrænser for, hvilke transaktio-



ner der skal offentliggøres. Det skal således understreges, at omfanget af transaktioner, der skal godkendes af selskabets bestyrelse, afgøres ud fra væsentlighed, mens transaktionerne først skal offentliggøres, når de overstiger bestemte grænseværdier.

Selskabet skal således offentliggøre en meddelelse om en transaktion med en nærtstående part, når dagsværdien af transaktionen udgør 10 % eller mere af selskabets samlede aktiver eller 25 % eller mere af resultatet af primær drift i henhold til det senest offentliggjorte koncernregnskab. Udarbejder selskabet ikke koncernregnskab, skal beregningen ske i forhold til det senest offentliggjorte årsregnskab.

Hvis der gennemføres flere transaktioner med den samme nærtstående part inden for samme regnskabsår, skal der ske offentliggørelse, når summen af transaktioner, som ikke er offentliggjort, udgør mindst 10 % af selskabets aktiver eller mindst 25 % af resultat af primær drift i selskabets senest godkendte årsrapport.

Vurderingen i forhold til størrelsesgrænserne skal ske ud fra såvel værdien af det aktiv, selskabet afgiver henholdsvis erhverver, som det vederlag selskabet modtager henholdsvis erlægger. Ved salg af en ejendom kan den aftalte pris således ikke ukritisk lægges til grund. I stedet skal der ske en vurdering af ejendommens aktuelle dagsværdi. Det må imidlertid forventes baseret på både selskabsretlige og skattemæssige regler, at transaktionerne gennemføres, så værdierne af vederlaget hhv. det købte/solgte gode er identiske.

Godkendelse

Det er centralt, at de relevante transaktioner godkendes i selskabets bestyrelse, inden den gennemføres, så bestyrelsen har mulighed for at stoppe transaktionen. Efter lovbemærkningerne må selskabet ikke indgå juridisk bindende aftaler med nærtstående parter, inden det øverste ledelsesorgan har godkendt transaktionen.

Offentliggørelse

Meddelelsen om transaktionen skal offentliggøres hurtigst muligt, efter transaktionen er gennemført. Det betyder, at der

skal ske offentliggørelse, når der er indgået en bindende aftale om transaktionen og ikke først på det tidspunkt, hvor der udveksles ydelser.

Et eksempel på en transaktion kunne være en aftale om selskabets køb af en ejendom. Aftalen underskrives den 2. januar med overtagelse af ejendommen den 1. juni. Her skal der ske offentliggørelse senest den 2. januar. Det er således ikke muligt at udskyde offentliggørelsen, indtil ejendommen er overdraget den 1. juni.

Reglerne om offentliggørelse af transaktioner med nærtstående parter berører ikke regler om offentliggørelse af intern viden i medfør af børsreglerne, ligesom de ikke ændrer på kravene om oplysning om transaktioner med nærtstående parter i årsrapporten, jf. IAS 24.

Meddelelsen skal offentliggøres senest på det tidspunkt, hvor transaktionen gennemføres. Meddelelsen skal som minimum indeholde oplysninger om:

- Karakteren af forholdet til den nærtstående part.
- Navnet på den nærtstående part.
- Datoen for gennemførelse af transaktionen.
- Dagsværdien af transaktionen.
- Andre forhold, som er nødvendige for at kunne vurdere, hvorvidt transaktionen er gennemført på vilkår, der må anses for rimelige for selskabet og for de kapitalejere, der ikke er nærtstående parter, herunder minoritetsdeltagere.

Intern procedure

Bestyrelsen skal indføre en intern procedure for periodiske vurderinger af, om de transaktioner, som selskabet har valgt at lade omfatte af undtagelsen om sædvanlige forretningsmæssige dispositioner, reelt er udtryk for sædvanlige forretningsmæssige dispositioner. Den eller de nærtstående parter, som har været involveret i undtagne transaktioner, må ikke deltage i denne vurdering.

Undtagelser

En række selskabsretlige dispositioner er helt fritaget fra særskilt godkendelse og offentliggørelse. Visse af dispositionerne er omfattet af særskilte krav i selskabsloven om godkendelse og offentliggørelse.

De dispositioner, der altid er fritaget, er følgende:

- Transaktioner mellem selskabet og dets datterselskaber, medmindre selskabets nærtstående parter har interesser i datterselskabet.
- Klart definerede transaktionstyper, som i forvejen skal godkendes af generalforsamlingen.
- Transaktioner vedrørende ledelsesmedlemmers aflønning, som er omfattet af generalforsamlingens godkendelse af selskabets vederlagspolitik.
- Transaktioner gennemført af kreditinstitutter på grundlag af foranstaltninger, der sigter mod at beskytte deres stabilitet, og som er besluttet af Finanstilsynet.

- Transaktioner tilbudt alle kapitalejere på samme vilkår, således ligebehandling af alle kapitalejere og beskyttelse af selskabets interesser er sikret.

Transaktioner mellem selskabet og et moderselskab er ikke undtaget, da der er de samme behov for beskyttelse af selskabets interesser ved transaktioner med moderselskaber som med andre nærtstående parter.

2.17 Redegørelse for samfundsansvar

Ledelsesberetningen skal suppleres med en redegørelse for samfundsansvar. Ved virksomheders samfundsansvar forstås, at virksomheder integrerer og rapporterer om tiltag gjort af hensyn til bl.a. menneskerettigheder, sociale og personaleforhold, miljø og klimamæssige forhold samt bekæmpelse af korruption i deres forretningsstrategi og aktiviteter.

Hvem?

Reglerne gælder for store virksomheder (store virksomheder i regnskabsklasse C og virksomheder i regnskabsklasse D). Reglerne gælder derved for virksomheder, der er optaget til handel på et reguleret marked (regnskabsklasse D), imens virksomheder, der er optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, herunder et SMV-vækstmarked, kun er opfattet af reglerne, hvis de er defineret som store virksomheder i regnskabsklasse C. For finansielle virksomheder gælder reglerne om redegørelse for samfundsansvar for virksomheder, som har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked.

Ved "store" virksomheder i regnskabsklasse C forstås virksomheder, der overskrider to af følgende kriterier i to på hinanden følgende regnskabsår, jf. § 7, i årsregnskabsloven:

- En balancesum på 156 mio. DKK.
- En nettoomsætning på 313 mio. DKK.
- Et gennemsnitligt antal heltidsbeskæftigede på 250.

Størrelsesgrænserne følger af årsregnskabslovens § 7, der definerer begreberne balancesum og nettoomsætning og angiver, hvordan det gennemsnitlige antal heltidsbeskæftigede skal beregnes.

Hvad?

Det er frivilligt for virksomhederne, om de vil udarbejde politikker for samfundsansvar. Redegørelsen skal dog indeholde følgende oplysninger:

- Oplysning om virksomhedens forretningsmodel.
- Væsentlige risici forbundet med områderne:
 - o Miljø, herunder klima
 - o Sociale forhold og medarbejderforhold
 - o Respekt for menneskerettigheder
 - o Antikorruption og bestikkelse.
- Ikke-finansielle nøgleresultatindikatorer, der er relevante for specifikke forretningsaktiviteter.
- Referencer til og forklaring af beløb i den finansielle del af regnskabet.

Såfremt virksomhederne vælger ikke at udarbejde politikker, skal de i redegørelsen forklare, hvorfor de har fravalgt en politik på hvert af de fire områder.

Virksomhedens forretningsmodel

Redegørelsen skal indeholde en kort og præcis beskrivelse af virksomhedens forretningsmodel udarbejdet med det formål at hjælpe regnskabsbrugerne med at forstå virksomhedens udvikling, resultat, situation, og hvordan virksomhedens aktivitet påvirker miljø-, klima-, sociale og personaleforhold samt af forhold vedrørende respekt for menneskerettigheder, bekæmpelse af korruption og bestikkelse. Beskrivelsen har til formål at skabe forståelse af koblingen mellem virksomhedens strategi og kerneforretning på den ene side og virksomhedens tilgang til samfundsansvar på den anden side. Kerneforretning defineres som virksomhedens løbende aktiviteter. Bemærk, at der skal medtages en beskrivelse af virksomhedens forretningsmodel, uanset om virksomheden har politikker for samfundsansvar. Bemærk desuden, at såfremt redegørelsen for samfundsansvar gives i virksomhedens årsrapport, skal der medtages en beskrivelse af virksomhedens forretningsmodel direkte i redegørelsen eller som minimum en henvisning til, hvor denne allerede står beskrevet.

Væsentlige risici

Redegørelsen skal dernæst omfatte en beskrivelse af de risici, virksomheden ser i relation til samfundsansvar og anført område for område i forhold til miljø, sociale forhold og medarbejderforhold, respekt for menneskerettigheder og antikorruption og bestikkelse. Der skal fokuseres på ikke-finansielle risici, idet årsregnskabsloven indeholder særlige bestemmelser om oplysninger om finansielle risici. Hvis virksomheden vurderer, at der ikke er væsentlige risici inden for et eller flere forhold, skal dette oplyses og begrundes i redegørelsen.

Ikke-finansielle nøgleresultatindikatorer

Redegørelsen skal indeholde oplysninger om de ikke-finansielle nøgleresultatindikatorer (KPI'er), som er relevante for specifikke forretningsaktiviteter. Loven indeholder ikke krav om anvendelse af specifikke nøgleresultatindikatorer, men de nøgleresultatindikatorer, som udarbejdes og anvendes internt i virksomheden, skal oplyses i redegørelsen. Oplysningerne skal gives for miljøforhold, herunder virksomhedens arbejde med at reducere klimapåvirkningen ved virksomhedens aktivitet, sociale- og personaleforhold samt forhold vedrørende respekt for menneskerettigheder og bekæmpelse af korruption og bestikkelse. Hvis en virksomhed vælger at anvende ikke-finansielle nøgleresultatindikatorer, skal virksomheden være opmærksom på, at kravene i årsregnskabslovens § 53, stk. 1, finder anvendelse. Ifølge bestemmelsen skal en virksomhed som en del af sin anvendte regnskabspraksis redegøre for de indregningsmetoder og målegrundlag, der er anvendt i ledelsesberetningen. Bestemmelsen indebærer, at en virksomhed skal redegøre for, hvordan de ikke-finansielle nøgleresultatindikatorer er beregnet, dvs. en anvendt regnskabspraksis for disse indikatorer på samme måde som for finansielle nøgletal.

Reference til beløb

Ifølge Erhvervsstyrelsen skal der, "hvor det er relevant", medtages referencer til beløb i den finansielle del af årsrapporten, der har en direkte kobling til bæredygtighed. Erhvervsstyrelsen fremhæver et eksempel, hvor der er henlagt væsentlige beløb til oprensning af forurening, og et andet eksempel baseret på praksis kan være væsentlige udgifter i forbindelse med bekæmpelse af udbrud af svinepest.

Redegørelse for politikker eller begrundelse for fravalg

Hvis virksomheden har etableret politikker, skal virksomheden i sin redegørelse for samfundsansvar beskrive indholdet af politikkerne, område for område. Har virksomheden besluttet ikke at etablere politikker for samfundsansvar, skal virksomheden redegøre for årsagerne hertil, område for område. Begrundelsen kan med fordel tage udgangspunkt i den risikoanalyse, der er en del af den obligatoriske redegørelse for samfundsansvar, men kan også indeholde andre argumenter.

For alle de obligatoriske områder af samfundsansvar, som virksomheden måtte have politikker for, gælder, at redegørelsen skal indeholde oplysninger, område for område, på følgende fire dimensioner:

- Redegørelse for indholdet af den konkrete politik for samfundsansvar, herunder eventuelle standarder, retningslinjer eller principper for samfundsansvar, som virksomheden anvender.
- Hvordan virksomheden omsætter sine politikker for samfundsansvar til handling, herunder eventuelle systemer eller procedurer herfor.
- Oplysning om processer for nødvendig omhu (due diligence).
- Virksomhedens vurdering af, hvad der er opnået som følge af virksomhedens arbejde med samfundsansvar i regnskabsåret samt virksomhedens forventninger til arbejdet fremover.

Hertil kommer en redegørelse for virksomhedens brug af due diligence processer i relation til samfundsansvar samt brug af KPI'er til at beskrive og understøtte regnskabsperiodens udvikling indenfor delområderne af samfundsansvar. Bemærk, at det kun er obligatorisk at medtage oplysninger om ikke-finansielle KPI'er, såfremt virksomheden anvender sådanne.

Erhvervsstyrelsen har udgivet vejledningen: Lovpligtig redegørelse for samfundsansvar.

Struktur

Årsregnskabsloven fastlægger i § 99 a detaljerede krav til, hvilke informationer den lovpligtige redegørelse for samfundsansvar skal indeholde. Det skyldes, at virksomheder skal redegøre for alle væsentlige politikker for samfundsansvar, dvs. miljø og klima, menneskerettigheder, sociale og personaleforhold samt antikorruption, kombineret med kravet om, at der for hvert område skal rapporteres på de fire dimensioner (politikker, aktiviteter/indsatser samt resultater/forventninger). Hvis en virksomhed har fire politikker om samfundsansvar (se afgrænsning ovenfor), skal redegørelsen for hvert områ-

	Miljø og klima	Sociale og personaleforhold, herunder arbejdsmiljø	Antikorrupition	Menneskerettigheder
Hovedindhold af politik	✓	✓	✓	✓
Indsatser/aktiviteter	✓	✓	✓	✓
Due diligence	✓	✓	✓	✓
Resultater og forventninger til fremtiden	✓	✓	✓	✓

de indeholde informationer om politikker, aktiviteter/indsatser samt resultater og forventninger (illustreret i tabellen ovenfor).

Selvom der ikke er noget krav om, hvordan redegørelsen skal struktureres, kan det være en god idé at udarbejde et struktureret overblik som illustreret i tabellen ovenfor. PwC's årlige gennemgang af årsrapporter i forbindelse med revisors afgivelse af udtalelse om ledelsesberetningen viser, at mange rapporter fortsat ikke har en tydelig konsistens mellem rapporteringen på de fire dimensioner, herunder ofte manglende konkrete resultater for regnskabsåret.

Dertil skal risici i relation til samfundsansvar beskrives, område for område, så der reelt er endnu fire obligatoriske afsnit til ovenstående tabel.

Hvor?

Redegørelsen skal gives i tilknytning til ledelsesberetningen. Virksomheden kan dog i stedet vælge at give redegørelsen i en supplerende beretning til årsrapporten eller på virksomhedens hjemmeside. Vælger virksomheden en af disse muligheder, skal der henvises hertil i ledelsesberetningen, og redegørelsen skal betegnes "Lovpligtig redegørelse for samfundsansvar, jf. ÅRL § 99 a".

Undtagelse

Virksomheder er under visse omstændigheder undtaget fra reglerne:

- En dattervirksomhed, hvis moder opfylder kravene.
- En virksomhed, der oplyser om sine politikker for samfundsansvar efter internationale retningslinjer eller standarder, som indeholder de oplysning, der kræves af årsregnskabsloven. Undtagelsen kræver dog, at den redegørelse efter internationale standarder, der henvises til, opfylder alle kravene i § 99a.

2.18 Redegørelse for det underrepræsenterede køn

Ledelsesberetningen skal suppleres af en redegørelse for det underrepræsenterede køn.

Formålet med reglerne er at få en mere ligelig fordeling af kvinder og mænd i de øverste ledelsesorganer.

Hvem?

Reglerne gælder for store virksomheder (store virksomheder i regnskabsklasse C og virksomheder i regnskabsklasse D). Reglerne gælder derved for virksomheder, der er optaget til handel på et reguleret marked (regnskabsklasse D), imens virksomheder, der er optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, kun er opfattet af reglerne, hvis de er defineret som store virksomheder i regnskabsklasse C. Se definitionen af store virksomheder i afsnit 2.17 *Redegørelse for samfundsansvar*.

Et moderselskab for en koncern kan, hvis det udarbejder koncernregnskab, blive omfattet, hvis der er tale om et moderselskab for en "stor" koncern – uanset om det selvstændigt opfylder betingelserne for at være omfattet af reglerne. Beregningen af, om moderselskabet er en "stor" virksomhed, skal således foretages på koncernniveau.

Som følge heraf vil et lille moderselskab for en stor koncern være omfattet af reglerne, når det udarbejder koncernregnskab. Vær opmærksom på, at der for virksomheder omfattet af lov om finansiell virksomhed, gælder særskilte kriterier for, hvornår disse er omfattet af reglerne om måltal og politikker. I forlængelse heraf skal det bemærkes, at virksomheden (moderselskabet, red.) vil falde ind under bagatelgrænsen for så vidt angår politikkravet, hvis den beskæftiger færre end 50 medarbejdere.

Reglerne om måltal og politikker i den finansielle lovgivning omfatter børsnoterede virksomheder (dvs. virksomheder, som har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et EU-/EØS-land) og virksomheder, som har en balancesum på 500 mio. DKK eller derover i to på hinanden følgende regnskabsår.

Undtagelse

Virksomheder, der har en ligelig fordeling af mænd og kvinder i bestyrelsen eller den øvrige ledelse, har ikke pligt til at opstille et måltal eller udarbejde en politik. Ved en ligelig kønsfordeling forstås en fordeling så tæt på 40/60 som mulig uden at overskride. Det betyder, at en m/k fordeling på henholdsvis en kvinde og tre mænd er at betragte som ligelig fordeling i en bestyrelse på fire personer, ligesom en fordeling på henholdsvis to mænd og fem kvinder anses som ligelig i en bestyrelse på syv personer.

Beregningen af en ligelig fordeling skal foretages både i relation til den øverste ledelse samt virksomhedens øvrige ledelse. Det medfører, at der kan være virksomheder, som har en ligelig fordeling i det øverste ledelsesorgan, men ikke i virksomhedens øvrige ledelsesniveauer. I dette tilfælde vil virksomheden ikke være forpligtet til at opstille et måltal for det øverste ledelsesorgan, men vil stadig skulle udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn i de øvrige ledelsesniveauer.

Det bemærkes, at måltallet kun omfatter de generalforsamlingsvalgte medlemmer af bestyrelsen. Det betyder, at medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer samt politisk udpegede medlemmer ikke tæller med (for finansielle virksomheder, der rapporterer efter § 79 i lov om finansiell virksomhed, tæller medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer med i beregningen af kønsfordeling). Kravet om, at der skal udarbejdes en nedskreven politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn i virksomhedens øvrige ledelsesniveauer, gælder ikke, hvis virksomheden isoleret set har under 50 ansatte.

Opstilling af måltal

Det øverste ledelsesorgan skal opstille et måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i det øverste ledelsesorgan.

Et måltal består dels af fastsættelse af et specifikt måltal, dels af angivelsen af den tidsperiode inden for hvilken, virksomheden forventer at opfylde sit måltal.

Det er virksomhederne selv, der skal opstille måltal under hensyntagen til de forhold, der gør sig gældende i den enkelte virksomhed eller branche på tidspunktet for fastsættelsen af måltallet. Det er dermed frit for virksomhederne at fastsætte det måltal, der er passende for den pågældende virksomhed. Måltallet skal være konkret og skal henset til formålet med lovgivningen være ambitiøst og realistisk for den enkelte virksomhed og bør sikre en bevægelse i retning af en mere ligelig fordeling af mænd og kvinder.

De danske regler er ikke et udtryk for en lovmæssig kvote, og den enkelte virksomhed kan frit fastsætte det måltal, som virksomheden vurderer ambitiøst og realistisk efter virksomhedens forhold og forholdene i den pågældende branche. Virksomhederne er omfattet af pligten til at fastsætte måltal, medmindre de har en ligelig fordeling, men har ikke efter reglerne pligt til at fastsætte et nyt højere måltal, når virksomheden opnår sit tidligere måltal. Virksomheden skal dog fortsat oplyse, at det fastsatte måltal er nået.

Opstilling af politikker

De berørte virksomheder er forpligtet til at udarbejde en politik, der skal medvirke til at øge andelen af det underrepræsenterede køn i virksomhedernes øvrige ledelsesniveauer – dvs. niveauerne under bestyrelsen, jf. dog undtagelsen nævnt ovenfor.

Virksomhederne skal i årets ledelsesberetning medtage en redegørelse for deres politik, en beskrivelse af hvorledes politikken gennemføres i praksis, og hvad der er opnået i årets løb af resultater.

Som eksempler på, hvorledes politikker kan gennemføres, kan nævnes muligheden for at skabe rammer for den enkeltes karriereudvikling gennem netværk, stille krav til ansættelses- og rekrutteringsprocessen, etablere før-lederkurser, oprette mentorordninger, fastsætte interne måltal for antallet af det underrepræsenterede køn eller i øvrigt gøre virksomheden mere attraktiv for ledere af begge køn. Det sidste kan for eksempel gøres ved at sikre en personalepolitik, som fremmer kvinders og mænds lige karrieremuligheder. Det er tanken, at politikkerne bør være med til at styrke rekrutteringsgrundlaget til bestyrelserne ved intern såvel som eksternt rekruttering.

Rapportering og politikker i koncernforhold

Moderselskaber, der udarbejder koncernregnskab, kan vælge at opstille måltal og politikker på koncernniveau. Det kan de gøre på to måder:

- Omfatte alle selskaber i koncernen, herunder de som ikke selvstændigt er omfattet af reglerne.
- Omfatte de selskaber i koncernen, som selvstændigt opfylder betingelserne.

Endeligt er det muligt at lade de selskaber i koncernen, der er omfattet af reglerne, lave hver deres måltal og politikker i deres respektive ledelsesberetning.

Redegørelse for måltallet

Afreporteringen skal indeholde en redegørelse for måltal, herunder status for opfyldelsen heraf, og hvorfor virksomheden i givet fald ikke har nået den opstillede målsætning.

I redegørelsen skal virksomheden således:

- Angive det opstillede måltal samt tidshorisonten for den forventede opfyldelse heraf.
- Oplyse om forholdet af kvinder og mænd i den aktuelle sammensætning af det øverste ledelsesorgan med hensyn til de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer.
- Oplyse om, hvorvidt det opstillede måltal er nået eller ikke nået.

Er det opstillede måltal ikke nået, skal virksomheden angive en begrundelse herfor.

Redegørelse for politikken

Virksomheden skal redegøre for deres politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn i virksomhedens øvrige ledelsesniveauer.

Redegørelsen skal indeholde oplysning om:

- Det nærmere indhold af virksomhedens politikker for at øge andelen af det underrepræsenterede køn.
- Hvordan virksomheden omsætter sine politikker til handling, herunder eventuelle systemer eller procedurer herfor.
- Virksomhedens vurdering af, hvad der er opnået som følge af virksomhedens arbejde med køns sammensætningen i

regnskabsåret samt virksomhedens eventuelle forventninger til arbejdet fremover.

Afrapportering

Virksomhederne kan vælge at foretage afrapporteringen på virksomhedens hjemmeside eller i en supplerende beretning til ledelsesberetningen, hvortil der henvises fra ledelsesberetningen. Placeres redegørelsen på hjemmesiden, skal den have overskriften "Redegørelse for den kønsmæssige sammensætning af ledelsen, jf. ÅRL's § 99 b".

2.19 Redegørelse for politik for dataetik

Virksomheder, som har en politik for dataetik, skal supplere ledelsesberetningen med en redegørelse for virksomhedens politik for dataetik. Har virksomheden ikke en politik for dataetik, skal ledelsesberetningen indeholde en redegørelse med forklaring af baggrunden herfor.

Virksomhederne skal aktivt tage stilling til deres arbejde med dataetik. Den dataetiske redegørelse i ledelsesberetningen

skal skabe åbenhed om virksomhedens dataetiske politik, så blandt andre nuværende og mulige samarbejdspartnere, kunder og investorer kan orientere sig om, hvorvidt den enkelte virksomhed har en politik for dataetik og om indholdet heraf. Redegørelsen skal indeholde oplysninger om virksomhedens arbejde med og politik for dataetiske spørgsmål.

Har virksomheden ikke en politik for dataetik, skal virksomheden oplyse, hvorfor det konkret ikke er relevant for den pågældende virksomhed at have en politik for dataetik. Det kunne for eksempel være, at virksomheden ikke behandler data eller anvender algoritmer til dataanalyse, eller at dette ikke er en integreret del af virksomhedens forretningsstrategi og forretningsaktiviteter.

Politik skal forstås bredt og kan dække over virksomhedens interne retningslinjer, strategier eller andre interne dokumenter, der beskriver, hvordan virksomheden konkret arbejder med dataetik. Derudover er det værd at bemærke, at dataetik går videre end data- og privatlivsbeskyttelse, dvs. dataetik bør ikke sidestilles med GDPR.



Hvem?

Reglerne om dataetik i årsregnskabsloven gælder for store virksomheder (store virksomheder i regnskabsklasse C og virksomheder i regnskabsklasse D). Reglerne gælder derved for virksomheder, der er optaget til handel på et reguleret marked (regnskabsklasse D), mens virksomheder, der er optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, kun er opfattet af reglerne, hvis de er defineret som store virksomheder i regnskabsklasse C. Se definitionen af store virksomheder i afsnit 2.17 *Redegørelse for samfundsansvar*.

Finansielle virksomheder med mere end 500 ansatte, børsnoterede finansielle virksomheder samt virksomheder, der driver livsforsikringsvirksomhed samt sådanne virksomheders holdingvirksomheder omfattes af et tilsvarende krav om at redegøre for virksomhedens politik for dataetik.

Undtagelser

For virksomheder, der udarbejder koncernregnskab, er det tilstrækkeligt, at oplysningerne gives for koncernen som helhed, hvorved en dattervirksomhed er undtaget fra et selvstændigt krav. En dattervirksomhed, hvis modervirksomhed har medtaget de krævede oplysninger, skal oplyse, at de gør brug af undtagelsen, hvilken modervirksomhed der har medtaget redegørelsen (navn og CVR-nummer), og hvor modervirksomhedens redegørelse er offentliggjort (link til hjemmeside).

Redegørelse

En redegørelse for virksomhedens politik for dataetik kan for eksempel omfatte en redegørelse for, hvilke typer af data virksomheden anvender, og hvordan disse data tilvejebringes. Det kan for eksempel være de kunde-, produktions- og adfærdsdata, som virksomheden selv indsamler og anvender, hvorvidt virksomheden anvender data fra eksterne parter såsom sociale medier, køber andre virksomheders data eller køber data fra data brokers, og hvilke dataetiske overvejelser det har givet anledning til. Hvis virksomheden anvender data fra eksterne parter, kan der også redegøres for, om disse eksterne parter har en politik for dataetik. Hvis virksomheden anvender underleverandører til dataanalyse, kan der redegøres for, om disse har en politik for dataetik. Hvis virksomheden selv sælger kundedata eller anden data til tredjepart, kan redegørelsen også indeholde en beskrivelse af dataetiske overvejelser i denne sammenhæng.

En redegørelse kan for eksempel også omfatte en beskrivelse af virksomhedens dataetiske overvejelser i relation til hvordan og til hvilke formål virksomheden anvender nye teknologier, herunder kunstig intelligens eller maskinlæring i udviklingen og udbuddet af produkter og tjenester, herunder om virksomheden anvender kunstig intelligens til brug for prissætning, optimering af produktion, afgørelser, beslutninger og lignende. Virksomheder kan også, hvis det er relevant, vælge at redegøre for, om virksomheden træner sine algoritmer på et datagrundlag, der er repræsentativt for den gruppe mennesker, der serviceres eller udbydes tjenester til, og om virksomheden har processer for at undgå forudindtaget (bias).

Hvis virksomheden både anvender egne data og data fra eksterne parter til segmentering og personalisering af virksomhedens produkter og services, kan redegørelsen indeholde beskrivelser af virksomhedens dataetiske overvejelser i relation til segmentering og personalisering, herunder eksempelvis de konkrete parametre virksomheden segmenterer og personaliserer på baggrund af.

Redegørelsen kan eksempelvis også beskrive virksomhedens dataetiske politik for, hvordan og i hvilket omfang medarbejdere bliver trænet, testet og evalueret i dataetik og tilhørende dilemmaer samt handlingskompetencer i relation hertil. Redegørelsen kan for eksempel ligeledes omfatte, om der er fastsat processer for, hvordan dataetiske dilemmaer løbende bliver diskuteret i virksomheden.

Redegørelsen kan desuden omfatte en beskrivelse af, hvordan og på hvilket ledelsesmæssige niveau i virksomheden, beslutninger om anvendelse af data og ny teknologi er forankret. Redegørelsen kan endvidere omfatte, om der foretages en løbende evaluering af virksomhedens indsatser og/eller politikker for dataetik.

Afrapportering

Redegørelsen skal som udgangspunkt gives i ledelsesberetningen. Virksomhederne kan vælge at foretage afrapporteringen på virksomhedens hjemmeside eller i en supplerende beretning til ledelsesberetningen, hvortil der henvises fra ledelsesberetningen. Placeres redegørelsen på hjemmesiden, skal der være et link i ledelsesberetningen til redegørelsen, så regnskabsbrugere let kan finde den.

Erhvervsstyrelsen har i deres vejledning til redegørelsen for dataetik ikke skrevet, at redegørelsen, hvis den offentliggøres på hjemmesiden, skal have en overskrift med "lovpligtig redegørelse for dataetik jf. ÅRL's § 99 d". Det vil dog give mening at ensrette, så redegørelsen for dataetik gives en overskrift, der svarer til de øvrige redegørelser, som ikke er direkte medtaget i ledelsesberetningen.

2.20 Redegørelse for mangfoldighedspolitik

Virksomheder, som har en politik for mangfoldighed, skal supplere ledelsesberetningen med en redegørelse for virksomhedens politik for mangfoldighed. Har virksomheden ikke en politik for mangfoldighed, skal ledelsesberetningen indeholde en redegørelse med forklaring af baggrunden herfor.

Hvem?

Reglerne om redegørelse for mangfoldighedspolitik gælder for store virksomheder (store virksomheder i regnskabsklasse C), der har aktier optaget til handel på et reguleret marked. Se definitionen af store virksomheder i afsnit 2.17 *Redegørelse for samfundsansvar*.

Dermed gælder reglerne ikke for selskaber, der har deres aktier optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet.

For virksomheder, som udarbejder koncernregnskab, er det tilstrækkeligt, at de krævede oplysninger gives for koncernen som helhed.

Redegørelse

Redegørelsen skal omfatte en beskrivelse af virksomhedens mangfoldighedspolitik, der anvendes i forbindelse med sammensætningen af virksomhedens ledelse, for så vidt angår fx alder, køn eller uddannelses- og erhvervsmæssig baggrund. Redegørelsen skal indeholde oplysning om:

- Målene for mangfoldighedspolitikken.
- Hvordan mangfoldighedspolitikken er blevet gennemført.
- Resultaterne af mangfoldighedspolitikken i rapporteringsperioden.

Redegørelsen for virksomhedens mangfoldighedspolitik skal gives i henhold til "følg eller forklar"-princippet, dvs. virksomheden skal enten beskrive sin mangfoldighedspolitik eller begrunde, hvorfor en sådan politik ikke er relevant. Reglerne kræver således ikke, at en virksomhed skal udarbejde en mangfoldighedspolitik, men såfremt virksomhedens ledelse ikke finder det relevant at udarbejde en sådan politik, er virksomheden forpligtet til at oplyse om og begrunde fravalget.

For virksomheder, der har udarbejdet en politik for mangfoldighed, skal det fremgå af redegørelsen, hvordan politikken anvendes i forbindelse med sammensætningen af virksomhedens ledelse for så vidt, angår alder, køn, uddannelses- eller erhvervsmæssig baggrund mv. Det indebærer, at redegørelsen skal indeholde oplysninger om, hvordan virksomhedens ledelse "udvælges, udnævnes og evalueres" på baggrund af opsatte målsætninger. Målsætningerne for virksomhedens mangfoldighed i ledelsen skal være målbare, omend det ikke er et lovkrav at fastsætte konkrete måltal. Ved ledelsen forstås bestyrelse og direktion, og for de virksomheder, som har et tilsynsråd, skal redegørelsen også omfatte en beskrivelse af mangfoldighedspolitikken, der anvendes ved sammensætningen heraf.

Redegørelsen skal endvidere suppleres med oplysninger om, hvordan politikken er blevet ført ud i livet, herunder oplysninger om opnåede resultater i regnskabsperioden. Såfremt der ændres i politikken, skal virksomheden oplyse om resultaterne af den politik, som var meldt ud i tidligere år, inklusive oplysninger om betydningen af den ændrede politik, jf. årsregnskabslovens krav om, at årsrapporten skal udarbejdes efter kontinuitetsprincippet i § 13, stk. 2.

Afrapportering

Som udgangspunkt skal redegørelsen om mangfoldighed i virksomhedens ledelse fremgå af ledelsesberetningen i årsrapporten. Som alternativ kan virksomheden vælge at nøjes med at medtage en henvisning til nøjagtigt, hvor på virksomhedens hjemmeside redegørelsen er offentligt tilgængelig.

En virksomhed kan vælge at lave en samlet afrapportering på den kønsmæssige sammensætning (se afsnit 2.18 *Redegørelse for det underrepræsenterede køn*) og mangfoldighed, så længe oplysningskravene i begge bestemmelser

er opfyldt og ikke i strid med hinanden. Hvis redegørelserne for kønsmæssig sammensætning og mangfoldighed i virksomhedens ledelse gives samlet, anbefales det, at dette tydeligt anføres med en passende overskrift.

2.21 Regnskaber

Kravene til de regnskaber udsteder skal udarbejde, afhænger af på hvilket marked, udsteders aktier er optaget til handel.

Reguleret marked

Årsrapport og årsregnskab

Det følger af lov om kapitalmarkeder, at det i årsrapporten indeholdte regnskab skal udarbejdes i overensstemmelse med den nationale lovgivning i det land inden for EU/EØS, hvor udsteder er registreret.

Hvis udsteder skal udarbejde koncernregnskab, skal det reviderede årsregnskab omfatte et sådant koncernregnskab udarbejdet i overensstemmelse med IFRS samt moderselskabets årsregnskab aflagt i overensstemmelse med det land, hvor moderselskabet er registreret.

Udstedere med registreret hjemland i Danmark skal aflægge årsrapport efter årsregnskabslovens regler for regnskabsklasse D og IFRS.

Hvis virksomheden ikke er modervirksomhed i en koncern – og dermed ikke udarbejder koncernregnskab – er der krav om, at virksomhedens årsregnskab aflægges efter IFRS.

Halvårsrapport

Kravene til virksomheders halvårsrapport er reguleret i delårsrapportbekendtgørelsen.

Den internationale regnskabsstandard for delårsregnskaber (IAS 34) skal anvendes for alle modervirksomheders halvårsrapporter, hvis virksomheden er modervirksomhed i en koncern. Delårsrapportbekendtgørelsen indeholder yderligere krav, som også skal opfyldes.

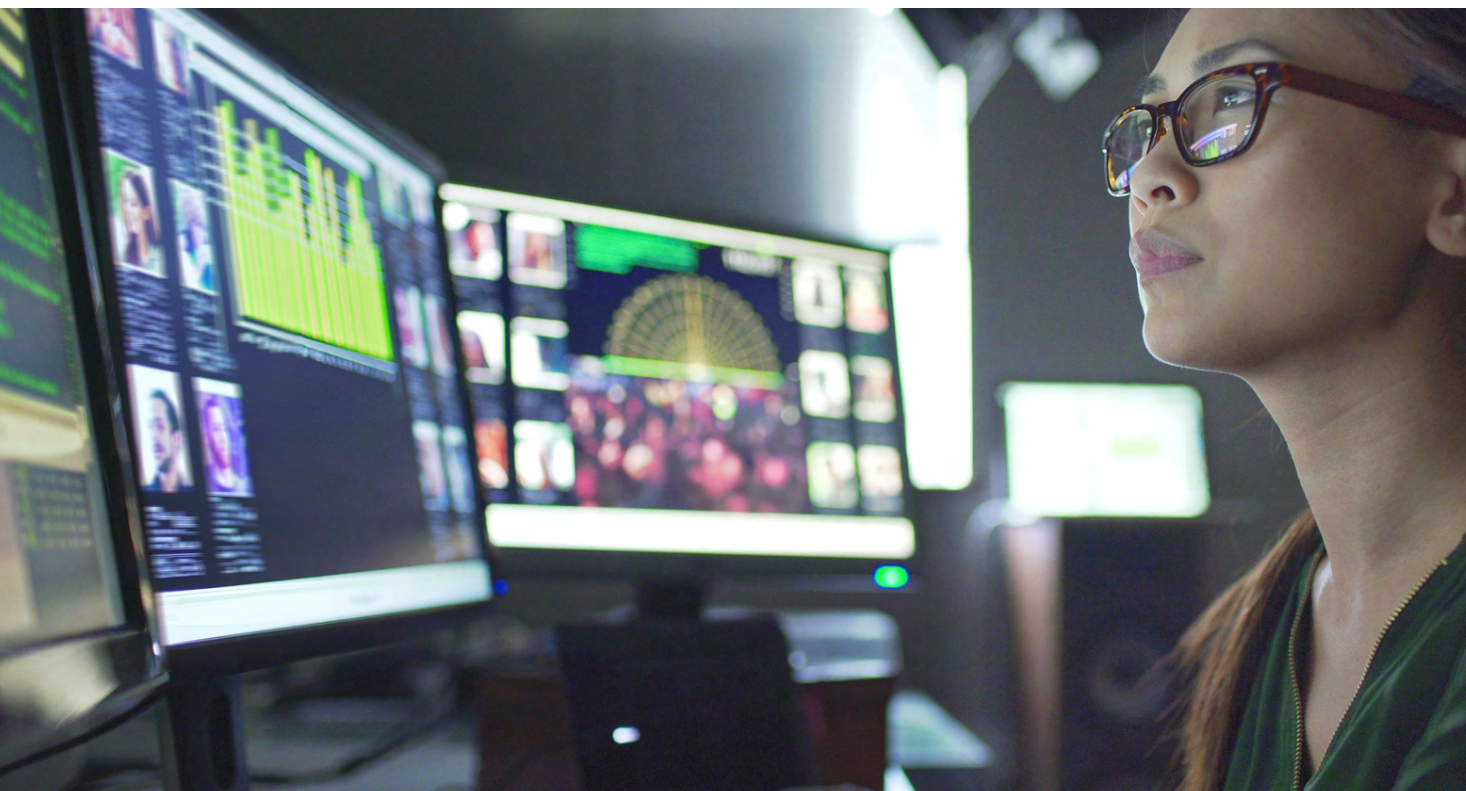
Virksomheder, der ikke er koncerner, kan vælge at aflægge delårsrapporten efter IAS 34 eller at udarbejde en balance og resultat i sammendrag samt forklarende noter efter bestemmelserne i delårsrapportbekendtgørelsen.

Delårsrapport/periodemeddelelse

Der er ikke krav om at udarbejde og offentliggøre kvartalsrapporter eller periodemeddelelser for selskaber optaget til handel på et reguleret marked. Vælger en udsteder alligevel at offentliggøre en kvartalsrapport, finder reglerne for udarbejdelse af en halvårsrapport anvendelse.

Nogle udstedere vælger at offentliggøre en "redegørelse for virksomhedens økonomiske forhold" for henholdsvis 1. kvartal og 3. kvartal benævnt "periodemeddelelse". Disse redegørelser er ikke reguleret i børsreglerne.

Efter delårsrapportbekendtgørelsen, der finder anvendelse for virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et



reguleret marked, må en periodemeddelelse ikke benævnes, så den kan forveksles med en kvartalsrapport.

I reglerne for god selskabsledelse fremgår, at det anbefales at udarbejde kvartalsrapporter, og at en periodemeddelelse ikke er at betragte som en kvartalsrapport. Tilsvarende skelner Finanstilsynet i deres opbevaringsmekanisme for selskabsmeddelelser (OAM) mellem periodemeddelelser og kvartalsrapporter.

En redegørelse for virksomhedens økonomiske forhold i henhold til delårsregnskabsbekendtgørelsen kan således benævnes "periodemeddelelse" uden at blive forvekslet med en kvartalsrapport.

I og med der ikke er krav om at udarbejde delårsrapporter og periodemeddelelser, er der ikke fastsat indholdsmæssige krav til periodemeddelelser. Indholdskravet var tidligere reguleret i bekendtgørelse om udsteders oplysningsforpligtelser. Der er imidlertid den negative afgrænsning, som kan udledes af delårsrapportbekendtgørelsen. Heraf følger, at hvis en udsteder vælger at udarbejde en kvartalsrapport, skal den følge reglerne for udarbejdelse af en halvårsrapport. Det må således formodes, at hvis en periodemeddelelse har et indhold, der minder om oplysningerne i en halvårsrapport, vil

den blive betragtet som en kvartalsrapport, og skal derfor opfylde alle reglerne. Det vil især være tilfældet ved skematisk opstilling af resultatet for perioden.

Multilateral handelsfacilitet

Virksomheder optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet er ikke omfattet af regnskabsklasse D og skal udarbejde regnskaber efter de regnskabsklasser, de er omfattet af som følge af deres størrelse.

Udsteder skal være opmærksom på de yderligere krav, der er til regnskaberne i udstederreglerne på Nasdaq, First North Growth Market, herunder First North Premium Growth Market.

2.22 Revision og revisionsudvalg

Et årsregnskab skal give et retvisende billede af en virksomheds økonomiske situation. Ved at kræve, at årsregnskabet skal revideres af en revisor, får regnskabsbrugerne, herunder investorer, samhandelspartnere, banker, staten og andre kreditorer en rimelig sikkerhed for, at regnskabet giver et retvisende billede af virksomhedens økonomiske situation pr. balancedagen. Samtidig vil det fremgå, hvis virksomheden ikke er going concern, eller hvis der er væsentlig usikkerhed knyttet hertil.

Revision

En virksomhed, der har pligt til at udarbejde årsrapport efter reglerne for regnskabsklasse B, C eller D, skal lade sit årsregnskab og et eventuelt koncernregnskab revidere af en eller flere revisorer.

Selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked i et EU-/EØS-land, udarbejder årsrapport efter reglerne for regnskabsklasse D, hvorfor de skal lade deres årsregnskab og et eventuelt koncernregnskab revidere af en eller flere revisorer.

For selskaber, der har aktier optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, gælder, at de er omfattet af reglerne for regnskabsklasse B eller C – afhængig af selskabets størrelse. En virksomhed, der er omfattet af regnskabsklasse B, kan efter årsregnskabsloven undlade at lade årsregnskabet revidere, hvis det opfylder nogle fastsatte grænser for størrelsen af virksomheden.

I henhold til udstederreglerne på First North Growth Market skal udsteder dog have mindst én statsautoriseret revisor (Authorized Public Auditor) eller ét statsautoriseret revisionsfirma (Authorized Public Audit Firm) tilknyttet som revisor.

Krav om rotation af revisionsfirma

Virksomheder af offentlig interesse (PIE-virksomheder) skal skifte revisionsfirma efter en periode på maksimalt 20 år. Senest efter en periode på ti år skal der foretages en udbudsprocedure.

Følgende virksomheder er omfattet af definitionen af interesse for offentligheden:

- Virksomheder, som har kapitalandele, gældsinstrumenter eller andre værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked i et land inden for Den Europæiske Union eller i et land, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Finansielle virksomheder, jf. § 5, stk. 1, nr. 1, litra a, b og e, i lov om finansiell virksomhed (pengeinstitutter, realkreditinstitutter og fondsmæglerselskaber).

Forordningen om specifikke krav til lovpligtig revision indeholder en række krav til, hvordan revisionsudvalget skal finde frem til de revisionsfirmaer, der indstilles til bestyrelsen eller tilsynsorganet for den reviderede virksomhed. Medmindre det drejer sig om forlængelse af en revisionsopgave, skal udvælgelsen tilrettelægges efter nogle givne kriterier, herunder afholdelse af en udbudsrunde.

Kravene til udbud gælder ikke for virksomheder af interesse for offentligheden, som opfylder kriterierne i artikel 2, stk. 1, litra f) og t) i direktiv 2003/71/EF (prospektdirektivet). Med prospektforordningen ((EU) 2017/1129) skal en henvisning til direktiv 2003/71/EF, betragtes som en henvisning til prospektforordningen, jf. artikel 46, stk. 2. Kravet om udbud gælder derved ikke for:

- Små og mellemstore virksomheder, defineret som selskaber, der ifølge de seneste årsregnskaber eller konsoliderede regnskaber opfylder mindst to af følgende tre kriterier: et gennemsnitligt antal ansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250, en samlet balance på mindre end 43 mio. EUR og en årlig nettoomsætning på mindre end 50 mio. EUR.
- Selskaber med en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR baseret på kursværdien ved årets udgang i de foregående tre kalenderår.

Børsnoterede små og mellemstore virksomheder og børsnoterede selskaber med en markedsværdi under 200 mio. EUR er således omfattet af pligten til at udskifte revisor, men er ikke omfattet af den omfattende udvælgelsesprocedure. Hermed må forstås, at revisionsudvalget frit kan indstille to valgmuligheder til revisionsopgaven og med behørig begrundelse angive sin præference for en af dem.

Krav om rotation af ledende revisionspartnere

Forordningen indeholder krav om, at de ledende revisionspartnere med ansvar for udførelse af den lovpligtige revision ophører med at deltage i den lovpligtige revision af den reviderede virksomhed senest syv år efter datoen for deres udpegelse. De kan ikke igen deltage i lovpligtig revision af den reviderede virksomhed før tre år efter dette ophør.

Kravet gælder således for virksomheder af interesse for offentligheden. Kravet gælder derved ikke for selskaber optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, medmindre de er et pengeinstitut, realkreditinstitut eller et fondsmæglerselskab.

Revisorloven indeholder et krav om, at revisionsvirksomheden og revisor skal sikre, at den eller de revisorer, der underskriver revisionspåtegningen for virksomheden, senest syv år efter, at vedkommende er udpeget til opgaven, skal udskiftes for en periode på mindst tre år.

Bestemmelsen gælder for virksomheder, der ikke er PIE-virksomheder, og som i to på hinanden følgende regnskabsår overstiger to eller flere af følgende kriterier: i) en medarbejderstab på 2.500 personer, ii) en balancesum på 5 mia. DKK og iii) en nettoomsætning på 5 mia. DKK.

Kravet om partnerskift gælder derved for en gruppe særligt store virksomheder, der ikke er PIE-virksomheder, og som ligger ud over lovens definitionen af "små virksomheder", "mellemstore virksomheder" og "store virksomheder". Givet de store grænser vil de næppe finde anvendelse for selskaber optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet.

Revisionsudvalg

Reglerne om revisionsudvalg gælder for virksomheder, der er defineret som virksomheder af interesse for offentligheden.

Finansielle virksomheder er dog som hovedregel undtaget fra kravet om revisionsudvalg, såfremt de ikke har ejerandele optaget til handel på et reguleret marked i et EU- eller EØS-land.

Kravet om revisionsudvalg gælder således for selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, men ikke for selskaber der har aktier optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, medmindre de er pengeinstitutter, realkreditinstitutter eller forsikringsselskaber.

Der er imidlertid ikke noget til hinder for, at virksomhederne frivilligt opretholder allerede etablerede revisionsudvalg eller frivilligt vælger at etablere et revisionsudvalg. Sådanne revisionsudvalg vil ikke være omfattet af revisorlovens krav til revisionsudvalg.

Revisionsudvalget udgøres af medlemmer af virksomhedens bestyrelse, der ikke samtidig indgår i virksomhedens direktion, eller tilsynsråd eller af personer, der er valgt på virksomhedens generalforsamling som medlem af udvalget. Flertallet af udvalgets medlemmer, herunder formanden, skal være uafhængige, medmindre udvalget alene udgøres af medlemmer af virksomhedens bestyrelse eller tilsynsråd. Derudover skal mindst et medlem have kvalifikationer inden for regnskabsvæsen eller revision. Udvalgets medlemmer skal samlet set have kompetencer af relevans for virksomhedens sektor.

Komitéen for god Selskabsledelse anbefaler, at ledelsesudvalg alene består af bestyrelsesmedlemmer, og at flertallet af et ledelsesudvalgs medlemmer er uafhængige.

En virksomhed kan – uanset størrelse – vælge at lade bestyrelsen varetage revisionsudvalgets funktioner, hvis følgende to betingelser er opfyldt:

- Ingen bestyrelsesmedlemmer er samtidig medlem af direktionen.
- Mindst ét bestyrelsesmedlem har kvalifikationer inden for regnskabsvæsen eller revision.

Derudover kan en virksomhed lade bestyrelsen varetage revisionsudvalgets funktioner, hvis formanden for bestyrelsen ikke er medlem af direktionen. Det gælder dog kun, hvis virksomheden i de foregående tre kalenderår har haft en gennemsnitlig markedsværdi på under 100 mio. EUR baseret på kursværdien ved årets udgang, eller er omfattet af definitionen af små og mellemstore virksomheder.

En virksomhed af interesse for offentligheden, der vælger at etablere et revisionsudvalg, har ikke anvendt undtagelsesmuligheden, og revisionsudvalget skal derfor opfylde revisorlovgivningens krav til revisionsudvalg.

Ifølge Komitéen for god Selskabsledelse kan ledelsesudvalg bidrage til at øge effektiviteten og højne kvaliteten af bestyrelsesarbejdet og anbefaler, at der nedsættes et revisionsudvalg.

Det fremgår af revisorlovens § 31, stk. 3, hvad revisionsudvalgets opgaver i det mindste skal bestå af. Derudover er der i Anbefalingerne for god Selskabsledelse oplistet en række punkter, som revisionsudvalget, udover de i lovgivningen fastlagte opgaver, anbefales at bistår bestyrelsen med.

Revisorloven § 31, stk. 3	Corporate Governance anbefaling 3.4.3
1) at underrette det samlede øverste ledelsesorgan om resultatet af den lovpligtige revision, herunder regnskabsaflæggelsesprocessen	1) føre tilsyn med rigtigheden af offentliggjorte finansielle oplysninger, herunder regnskabspraksis på de væsentligste områder, væsentlige regnskabsmæssige skøn og transaktioner med nærtstående parter
2) at overvåge regnskabsaflæggelsesprocessen og fremsætte henstillinger eller forslag til at sikre integriteten	2) gennemgå de interne kontrol- og risikoområder for at sikre styring af de største risici, herunder også i relation til udmeldte forventninger
3) at overvåge, om virksomhedens interne kontrolsystem, eventuelle interne revision og risikostyringssystemer fungerer effektivt med hensyn til regnskabsaflæggelsen i virksomheden, uden at krænke dens uafhængighed	3) vurdere behovet for intern revision (hvis bestyrelsen på grundlag af en indstilling fra revisionsudvalget beslutter at nedsætte en intern revisionsfunktion, medfører dette yderligere specifikke opgaver for revisionsudvalget)
4) at overvåge den lovpligtige revision af årsregnskabet m.v., idet der tages hensyn til resultatet af seneste kvalitetskontrol af revisionsvirksomheden	4) forestå evaluering af den generalforsamlingsvalgte revisor
5) at kontrollere og overvåge revisors uafhængighed i overensstemmelse med §§ 24-24 c samt artikel 6 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 537/2014 af 16. april 2014 om specifikke krav til revision af virksomheder af interesse for offentligheden og godkende revisors levering af andre ydelser end revision, jf. artikel 5 i denne forordning og	5) gennemgå revisionshonoraret til den generalforsamlingsvalgte revisor
6) at være ansvarlig for proceduren for udvælgelse og indstilling af revisor til valg i overensstemmelse med artikel 16 i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 537/2014 af 16. april 2014 om specifikke krav til revision af virksomheder af interesse for offentligheden, jf. dog stk. 4 Stk. 4. En virksomhed, der har et nomineringsudvalg, hvori kapitalejerne eller virksomhedsdeltagerne har betydelig indflydelse, og som har til opgave at fremsætte indstillinger til valg af revisorer, kan vælge at lade udvalget varetage opgaven efter stk. 3, nr. 6	6) føre tilsyn med grænserne for ikke-revisionsydelser udført af den generalforsamlingsvalgte revisor og
	7) sikre regelmæssig dialog mellem den generalforsamlingsvalgte revisor og bestyrelsen, bl.a. ved at bestyrelsen og revisionsudvalget mindst en gang årligt har møde med revisor, uden at direktionen er til stede

2.23 Storaktionærreglerne

En aktionær i et selskab, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, er forpligtet til at meddele, når dennes stemmerettigheder eller kapitalandele overstiger eller falder under visse procentvise grænser. Formålet er at sikre, at potentielle investorer kan foretage investeringer med fuldt kendskab til ejer- og stemmeretsstrukturen i selskabet.

Hvad er en storaktionærmeddelelse?

Enhver fysisk eller juridisk person, der direkte eller indirekte besidder aktier i et selskab, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, skal give besked til selskabet og Finanstilsynet, når aktionærens besiddelse af aktier og/eller finansielle instrumenter udgør, overstiger eller falder under grænserne 5, 10, 15, 20, 25, 50 eller 90 % og grænserne 1/3 eller 2/3 af selskabets aktiekapital eller stemmerettigheder.

Hvad?

Reglerne gælder i forhold til besiddelse af aktier og finansielle instrumenter baseret på aktier i selskaber optaget til handel på et reguleret marked. Reglerne finder ikke anvendelse for selskaber optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet.

Pligten til at give meddelelse om stemmerettigheder gælder for stemmerettigheder, som fysiske eller juridiske personer er berettiget til at erhverve, udøve eller afhænde. Det kan for eksempel være stemmerettigheder, som den fysiske eller juridiske person kan udøve ved fuldmagt, og som personen kan udøve efter eget skøn, når der ikke foreligger specifikke instrukser fra aktionærerne.

Forpligtelsen gælder både direkte og indirekte besiddelser, fx hvor aktionæren besidder aktierne gennem dennes ejerskab af et datterselskab. Hvis en aktionær har både direkte og indirekte besiddelse, skal besiddelserne lægges sammen for at vurdere, om en grænse er nået eller krydset.

Frist

Meddelelsen til selskabet og Finanstilsynet fra storaktionæren skal gives straks, dog senest fire hverdage efter, at vedkommende bliver eller burde være blevet bekendt med, at transaktionen er gennemført.

Selskabet skal inden for tre arbejdsdage efter modtagelsen offentliggøre indholdet af storaktionærmeddelelsen til markedet. Samtidig med offentliggørelsen skal selskabet indberette selskabsmeddelelsen til Finanstilsynet.

Hvordan?

Når en persons besiddelse udgør, overstiger eller falder under en af grænserne, skal personen give meddelelse til selskabet og Finanstilsynet.

- Meddelelse til selskabet:
 - o Der gælder ikke nogen formelle krav til meddelelsen til selskabet. Meddelelsen skal i henhold til § 15 i storaktionærbekendtgørelsen blandt andet indeholde oplysninger om ændringen i stemmerettigheder, datoen for

hvornår grænserne er nået eller krydset, identifikation på aktionæren.

- Meddelelse til Finanstilsynet:
 - o Indberetning til Finanstilsynet skal ske ved at udfylde en standardformular og indberette den elektronisk i Finanstilsynets indberetningssystem for storaktionærer. Standardformularen kan findes på Finanstilsynets hjemmeside, www.finanstilsynet.dk/Lovgivning/Information-om-udvalgte-tilsynsomraader/Storaktionærer/Indberetning.

Når et selskab har modtaget en storaktionærmeddelelse, skal selskabet give meddelelse til markedet og Finanstilsynet.

- Meddelelse til markedet:
 - o Sker via de kanaler, udsteder benytter til øvrige selskabsmeddelelser.
- Meddelelse til Finanstilsynet:
 - o Sker ved, at meddelelsen til markedet indberettes til Finanstilsynets opbevaringsmekanisme (OAM).

Finanstilsynet får således oplysning om forholdet både fra storaktionæren og fra udsteder. De to indberetninger giver Finanstilsynet mulighed for at sammenkøre oplysningerne ved tilsynet med, om reglerne overholdes.



2.24 Overtagelsestilbud

Reglerne om overtagelsestilbud skal sikre, at aktionærer i et selskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, får en rimelig mulighed for at komme ud af deres investering, hvis kontrollen skifter i selskabet. Der er således pligt til at fremsætte et overtagelsestilbud, hvis en fysisk eller juridisk person enten har opnået eller ønsker at opnå en kontrollerende aktiebesiddelse i et selskab, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked.

Hvornår?

Reglerne regulerer både pligtmæssige overtagelsestilbud og frivillige overtagelsestilbud.

Pligtmæssige overtagelsestilbud

En person skal fremsætte et pligtmæssigt overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer i et selskab, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, når denne via en erhvervelse af aktier i selskabet opnår kontrol over selskabet. Det samme

gælder, hvis flere personer, der handler i forståelse med hinanden, opnår kontrol som følge af en erhvervelse.

Frivillige overtagelsestilbud

En person skal fremsætte et frivilligt overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer i et selskab, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, hvis personen ønsker at opnå kontrol over selskabet. Det samme gælder, hvis flere personer, der handler i forståelse med hinanden, i fællesskab ønsker at opnå kontrol.

Kontrol

En fysisk eller juridisk person har en kontrollerende aktiebesiddelse, når vedkommende besidder eller har råderet over mindst en tredjedel af stemmerettighederne i selskabet, medmindre det kan påvises, at et sådant ejerforhold ikke udgør kontrol. Det er for eksempel tilfældet, hvis der er en anden aktionær, som besidder flere stemmerettigheder end erhververen, eller hvis der er ejeraftaler, der giver andre kontrol med selskabet.

Kontrol kan også foreligge, selvom personen ikke besidder mindst en tredjedel af stemmerettighederne, når denne har råderet over mindst en tredjedel af stemmerettighederne i kraft af en aftale eller beføjelse til at udpege eller ansætte flertallet af medlemmerne i selskabets centrale ledelsesorgan.

Det har ingen betydning for vurderingen af kontrol, om besiddelsen er direkte, indirekte eller igennem en aftale.

Definitionen af, hvornår der foreligger kontrol i relation til overtagelsestilbudsreglerne har over tid differentieret sig fra den selskabsretlige koncerndefinition og bestemmende indflydelse. I modsætning til selskabsloven ses der i overtagelsestilbudsreglerne ikke længere på, hvorvidt en person har bestemmende indflydelse (kontrol) ved at have råderet over det faktiske flertal af stemmerne på en generalforsamling eller i et tilsvarende organ.

Erhvervelse

Pligten til at fremsætte et overtagelsestilbud indtræder, når en person opnår kontrol via en erhvervelse.

Ved "via en erhvervelse" forstås, at det er en betingelse for anvendelsen af bestemmelsen, at der erhverves aktier i det pågældende selskab. Erhvervelsen skal være til erhververen eller en person, der handler i forståelse med erhververen.

Erhvervelsen kan ske ved almindelig handel og ved ombytning af konvertible gældsbreve, udnyttelse af tegningsrettigheder, optioner eller warrants mv. Det betyder også, at en person, der opnår kontrol med et selskab, uden at denne erhverver aktier, som udgangspunkt ikke ifalder tilbudspligt. Det er for eksempel tilfældet, hvis to aktionærer begge besidder over en tredjedel af stemmerettighederne i et selskab, og aktionæren med kontrol sælger ud af sin aktiepost, så kontrollen skifter.

Idet tilbudspligten indtræder, når en erhvervelse medfører, at der opnås kontrol, bevirker det, at der ikke er pligt til at

fremsætte et overtagelsestilbud, når den person, der erhverver aktierne, allerede har kontrol, og erhvervelsen derfor blot konsoliderer kontrollen.

Handle i forståelse

Flere personer kan ifalde pligten til at fremsætte et overtagelsestilbud, hvis de handler i forståelse med hinanden og via en erhvervelse opnår kontrol. Det er for eksempel tilfældet, hvis flere personer har indgået en aktionæraftale, hvorefter de koordinerer stemmerne.

ESMA har udarbejdet et public statement, hvor de behandler spørgsmålet om grænsen til aktivt ejerskab. ESMA anerkender, at aktionærer kan have et ønske om at samarbejde på forskellige måder for at udøve aktivt ejerskab, men uden et ønske om at udøve kontrol over selskabet. I dokumentet er der opstillet en "white list" over situationer, hvor aktionærer samarbejder, men hvor det ikke i sig selv bevirker, at aktionærene handler i forståelse.

Frister

Tilbudsgiver skal hurtigst muligt sikre, efter at tilbudspligten er indtrådt, eller efter tilbudsgiver har truffet beslutning om at fremsætte et frivilligt tilbud, at en meddelelse herom bliver offentliggjort. Senest samtidigt skal tilbudsgiver sende meddelelsen om tilbuddet til Finanstilsynets kontor for kapitalmarkedsregulering.

Tilbudsgiver skal, hurtigst muligt og senest fire uger, efter tilbudspligten er indtrådt, eller efter tilbudsgiver har truffet beslutning om at fremsætte et frivilligt tilbud, offentliggøre et godkendt tilbudsdokument.

Undtagelser

Der er ikke tilbudspligt, hvis den kontrollerende aktiepost er opnået ved et frivilligt overtagelsestilbud, hvor der opnås mere end halvdelen af stemmerettighederne.

Derudover gælder tilbudspligten ikke ved erhvervelse af aktier ved arv, kreditorforfølgning eller overdragelse inden for samme koncern.

Tilbudsdokument

Tilbudsdokumentet skal indeholde de oplysninger, der følger af bekendtgørelsen om overtagelsestilbud, og skal godkendes af Finanstilsynet inden offentliggørelse.

Pris

For pligtmæssige overtagelsestilbud gælder, at tilbudsgiver skal give alle selskabets aktionærer mulighed for at afhænde deres aktier på identiske betingelser. Det betyder, at tilbudsgiver i overtagelsestilbuddet skal tilbyde de resterende aktionærer i selskabet at købe deres aktier til en tilbuds kurs, der mindst svarer til den højeste pris, som tilbudsgiver har betalt for de allerede erhvervede aktier i de seks måneder, der går forud for tilbuddets afgivelse.

Finanstilsynet har mulighed for at regulere tilbuds kursen, fx hvis tilbuds kursen er væsentlig lavere end markeds kursen.

Der er ikke krav til prisen ved frivillige overtagelsestilbud.

Betingelser

I frivillige overtagelsestilbud er det muligt at opstille betingelser for tilbuddets gennemførelse. Det kan være en betingelse om, at tilbuddet skal accepteres af et vist antal aktionærer, så tilbudsgiver efter tilbuddets gennemførelse besidder fx 90 % af stemmerettighederne. Betingelsen om at opnå 90 % er ofte benyttet, da det bevirker, at tilbudsgiver herefter har mulighed for at tvangsindløse de resterende aktionærer. Hvis betingelsen ikke opfyldes, bliver tilbuddet ikke gennemført. Tilbudsgiver kan frafalde eller reducere fastsatte betingelser ved et tillæg til tilbudsdokumentet.

Godkendelsesproces

Et overtagelsestilbud skal godkendes af Finanstilsynet inden offentliggørelse. Tilbudsgiver skal hurtigst muligt efter meddelelse om, at et tilbud vil blive fremsat, aftale en proces med Finanstilsynet, så fristen på fire uger kan imødekommes.

Udsteders forpligtelse

En udsteder er forpligtet af Nasdaqs udstederregler til at orientere børsen, hvis de planlægger at fremsætte et overtagelsestilbud, eller hvis udsteder har været i dialog med en potentiel tilbudsgiver, og der er rimelig grund til at antage, at dialogen vil lede til fremsættelse af et overtagelsestilbud.

Når tilbudsgiver har fremsat overtagelsestilbuddet, har det centrale ledelsesorgan i målselskabet pligt til at udarbejde og offentliggøre en redegørelse, som indeholder ledelsesorganets holdning til tilbuddet og begrundelse herfor. Redegørelsen skal offentliggøres inden udløbet af første halvdel af tilbudsperioden.

Det centrale ledelsesorgan skal varetage målselskabets interesser som helhed. Redegørelsen er med til at sikre, at aktionærerne har tilstrækkelige oplysninger til at kunne tage stilling til tilbuddet på et velinformeret grundlag.

Redegørelsen skal blandt andet indeholde det centrale ledelsesorgans holdning til tilbuddet og begrundelse for denne. Det indbefatter ledelsesorganets holdning til konsekvenserne for alle målselskabets interesser samt tilbudsgivers strategiske planer for målselskabet og de sandsynlige konsekvenser for beskæftigelsen og driftsstederne. Det centrale ledelsesorgan skal i redegørelsen forholde sig til fordele og ulemper set i forhold til målselskabets forventede udvikling.

2.25 Short selling

Muligheden for short selling gør, at investorer kan spekulere i kursfald i en aktie. Derved er det ikke kun muligt at spekulere i kursstigninger.

Hvad?

Short selling (kort position) dækker over det forhold, at en

investor sælger et værdipapir, som investoren (short selleren) ikke ejer på salgstidspunktet.

For at kunne levere det solgte værdipapir, indgår short selleren en låneaftale med en anden investor, fx en investeringsfond, som ejer papiret ("dækket short selling"). Short selleren og långiveren indgår en låneaftale, hvorefter værdipapiret skal leveres tilbage på et senere tidspunkt. Desuden betaler short selleren en rente til långiveren og stiller sikkerhed i form af kontanter eller andre værdipapirer. Short selleren sælger herefter det lånte værdipapir på markedet. Når værdipapiret skal leveres tilbage, køber short selleren værdipapiret i markedet. Hvis kursen på værdipapiret er faldet, har short selleren tjent på transaktionen.

Forbud mod brug af udækkede korte positioner

Udækket short selling ("naked short selling") er som udgangspunkt forbudt. Udækket short selling betyder, at short selleren ikke har indgået en låneaftale forud for salget. Hensigten med forbuddet er at sikre, at sælger kan levere på sin del af aftalen.

Midlertidigt forbud mod short selling i specifikke værdipapirer

Short selling forordningen giver de nationale tilsyn og ESMA ret til at indføre midlertidige forbud mod short selling i specifikke værdipapirer under deres tilsyn.

De nationale og europæiske myndigheder har derved mulighed for at suspendere short selling i et bestemt værdipapir på tværs af EU, hvis de vurderer, at short selling i papiret medfører eller forstærker markedsuro.

Indberetning og offentliggørelse af korte positioner

Øget transparens bidrager til at udligne informationsforskelle på værdipapirmarkedet og dermed til mere velfungerende markeder. Det gør det også lettere for de nationale og europæiske tilsynsmyndigheder at overvåge brugen af short selling samt træffe nødvendige foranstaltninger ved misbrug eller opbygningen af systemiske risici.

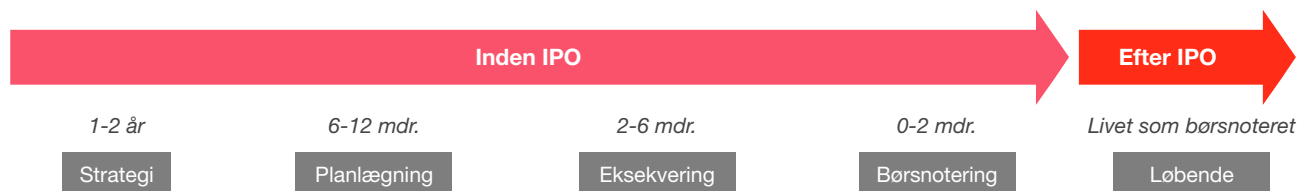
På den baggrund stiller short selling forordningen krav om, at short sellere med en kort nettoposition over 0,2 % af den udstedte aktiekapital i et selskab optaget til handel på et reguleret marked eller en MHF, skal indberette deres position til den relevante tilsynsmyndighed. I Danmark er det Finanstilsynet. Samtidig skal en short sellers korte position offentliggøres, hvis den overstiger 0,5 % af den udstedte aktiekapital. Både short selling foretaget fysisk og syntetisk, dvs. gennem derivatkontrakter, tæller med i opgørelsen.

Disse oplysninger giver både de finansielle markeder og tilsynsmyndighederne mulighed for at følge med i short selling aktiviteter over en vis størrelse.

Hvordan skal der ske indberetning?

Indberetning skal ske via Finanstilsynets indberetningssystem, oam.finanstilsynet.dk, ved brug af shortsellingfunktionen.

Hvordan PwC kan hjælpe?



PwC's ydelser inden en IPO

Vi kan i PwC hjælpe på en række områder i forbindelse med strategi, planlægning, eksekvering og selve børsnoteringen.

IPO Readiness

PwC har udviklet et unikt interviewværktøj, der via en række prædefinerede spørgsmål kan vurdere en virksomheds børsmodenhed inden for udvalgte hovedområder. Se mere om IPO Readiness assesment i bogens afsnit 1.4 *Er selskabet børsmodent?* Vurderingen vil vise de områder, hvor det er nødvendigt, at virksomheden sætter ind for at være klar til en børsnotering. Flere af de nedenstående områder vil således være dækket ind af et IPO Readiness forløb, men vil også kunne være særskilt.

IFRS-konvertering

Review af GAAP-analyse, modelregnskab, gennemgang af oplæg til ændring af registreringsprocesser og rapporteringstemplates fra datterselskaber. For ikke-revisionskunder kan vi assistere med udarbejdelsen af ovenstående.

Processer og interne kontroller

Vurdering af tilstrækkeligheden og robustheden af processer og interne kontroller. Har virksomheden et tilstrækkeligt setup til at kunne agere som børsnoteret selskab?

Projektplan

En børsnotering er en omfangsrig og ressourcekrævende proces, som kræver detailplanlægning. Vi kan rådgive om indhold, proces, tidsplan mm.

Prospektudarbejdelse og godkendelse

Vi har et indgående kendskab til prospektreglerne, og kan vejlede udsteder om, hvornår reglerne finder anvendelse, herunder ved offentlige udbud, optagelse til handel i forbindelse med emissioner, ved fusioner/spaltning mv.

Vi kan indgå i det team, der medvirker til udarbejdelsen af prospektet, og hjælpe med udformningen af relevante afsnit eller hjælpe med udformningen af prospektet eller virksomhedsbeskrivelsen.

Er virksomheden omfattet af reglerne om proforma regnskaber/kompleks regnskabshistorie, kan vi rådgive om udarbejdelse af proforma regnskaber, og hvordan oplysninger vedrørende kompleks regnskabshistorie mest effektivt frembringes. Desuden kan vi deltage i drøftelser med

Finanstilsynet for at finde de mest optimale løsninger.

Et prospekt skal godkendes af den kompetente myndighed, hvilket i Danmark er Finanstilsynet. Finanstilsynet gennemgår som udgangspunkt 4-6 udkast, hvilket afføder en række kommentarer. Vi har kendskab til, hvilke krav Finanstilsynet stiller til indholdet af de finansielle oplysninger i prospekter. På den baggrund kan vi hjælpe på følgende områder:

- Identifikation af, hvilke oplysningskrav der er til prospektet afhængig af værdipapirenes art.
- Gennemlæsning af prospektet med henblik på at prospektet lever op til prospektreglerne.
- Rådgivning og assistance med afhjælpning af kommentarer fra Finanstilsynet vedrørende regnskabsmæssige forhold og relaterede erklæringer.

På de områder, hvor de ansvarlige for prospektet afgiver erklæringer, ønsker såvel ledelsen som banker ofte komfort til afdækning af deres forpligtelser. Her kan vi være behjælpelig med vejledning. Komfort omfatter normalt: komfort på finansielle oplysninger (circle-up), working capital/resultatforventninger (inklusive forudsætninger), lovkrævede skatteoplysninger, efterfølgende begivenheder og evt. påvirkning på prospekt/finansielle oplysninger samt review af kvartalsrapporter. Herudover rapport over Financial Reporting Procedures (FRP-rapport).

Vi hjælper med at identificere, hvilke revisorerklæringer der er behov for i prospektet, herunder ved proforma og omarbejdelse af regnskaber for at leve op til prospektkravenere-statement.

Verifikation af prospekt

Vi deltager på møder med verifikationsadvokaten til støtte for udsteder.

PwC's ydelser efter IPO

Vi har et indgående kendskab til reglerne på kapitalmarkedet og kan vejlede udsteder i forhold til forståelse af reglerne.

Løbende oplysningsforpligtelser

Vi kan hjælpe med en drøftelse af oplysningsforpligtelserne, så udsteder er klædt på til at vurdere, om det specifikke forhold udgør intern viden og derfor kræver en selskabsmedde-

lelse. Det kan for eksempel være relevant ved offentliggørelse i forbindelse med udarbejdelse af finansielle rapporter.

Finansielle rapporter (periodiske oplysningsforpligtelser)

Vi kan vejlede om, hvilke krav der er til finansielle rapporter for selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller på en multilateral handelsfacilitet, herunder hvilke finansielle rapporter der er påkrævede, hvilket sprog de skal udarbejdes på, og hvilke frister der gælder for offentliggørelse og indberetning.

For børsnoterede selskaber gælder også yderligere indholdskrav til især til ledelsesberetningen. PwC kan vejlede om de krav, der stilles til ledelsesberetningen, herunder oplysninger om:

- Samfundsansvar
- Det underrepræsenterede køn
- Corporate Governance
- Dataetik
- Mangfoldighed
- Transaktioner med nærtstående parter.

Vederlagspolitik og vederlagsrapport

PwC kan hjælpe med sparring i forbindelse med, at udsteder udarbejder vederlagspolitikken og vederlagsrapporten.

Hvis udsteder allerede har udarbejdet dokumenterne, kan vi hjælpe med en gennemgang af vederlagspolitikken og vederlagsrapporten for at vurdere, om de lever op til selskabslovens krav.

Udenlandsk børsnotering

PwC har et stort netværk, der gør det muligt at rådgive om børsnoteringer i andre jurisdiktioner. Hvis et selskab overvejer en børsnotering i for eksempel UK eller USA, kan vi derfor trække på vores kolleger, der kan hjælpe os sikkert igennem processen.

På PwC US' hjemmeside er det muligt at se mere om IPO services i USA (corporategovernance.dk/vaerktoejer-til-rapportering). Her findes publikationen "Roadmap for an IPO: A guide to going public":

www.pwc.com/us/en/services/deals/library/roadmap-for-an-ipo-a-guide-to-going-public.html

På PwC UK's hjemmeside er det muligt at se mere om IPO muligheden i UK, (www.pwc.co.uk/services/risk/capital-markets-accounting-advisory-and-structuring/consider-an-ipo-process.html).



Forkortelser

Forkortelse	Forklaring
BKG	Bekendtgørelse
CRS	Corporate Social Responsibility – Virksomhedens samfundsansvar
ESMA	European Securities and Markets Authority – Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed
EØS	Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde – Omfatter Norge, Island og Liechtenstein
FRP	Financial Reporting Procedures
FPPP	Financial Position and Prospects Procedures
FT	Finanstilsynet
GDPR	General Data Protection Regulation – Databeskyttelsesforordningen
IAS	International Accounting Standards – Internationale regnskabsstandarder
IFRS	International Financial Reporting Standards – Internationale regnskabsstandarder
IPO	Initial public offering – Børsintroduktion
KML	Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020
KPI	Key Performance Indicator – Resultatkriterier
LBK	Lovbekendtgørelse
M&A	Mergers and Acquisitions – Fusioner og overtagelser
MAR	Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) Nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (markedsmisbrugsforordningen)
MHF	Multilateral handelsfacilitet
MiFID	Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/39/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter
OAM	Officially Appointed Mechanism – Finanstilsynets indberetningssystem (opbevaring opbevaringsmekanisme)
OFR	Operation Financial Review – Gennemgang af drift og regnskaber
OHF	Organiseret handelsfacilitet
RM	Reguleret Marked i EU/EØS i henhold til MiFID
SMV	Små og mellemstore virksomheder
SPAC	Special Purpose Acquisition Company
SØIK	Statsadvokaten for Økonomisk Kriminalitet
ÅRL	Årsregnskabsloven

Oversigt over relevante retsakter og matriale

1.2 Dobbelt exitstrategi

PwC US: Dual-track-exit-considerations
www.pwc.com/us/en/industries/private-equity/library/dual-track-exit-considerations.html

1.3 Notering via børsskal eller SPAC

Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 1 February 2021

1.5 Markeder

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, afsnit V og VI

1.6 Officiel notering

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, § 83

Bekendtgørelse nr. 1170 af 31. oktober 2017 om betingelserne for officiel notering

1.7 Nasdaqs udstederregler, optagelseskrav

Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 1 February 2021

Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 Sep 2019

1.8 Prospekt

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, kapitel 3

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF

Kommissionens delegerede (EU) 2019/980 af 14. marts 2019 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 for så vidt angår format, indhold, kontrol og godkendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af Kommissionens forordning (EF) nr. 809/2004

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019

2.1 Periodiske oplysningsforpligtelser

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019, § 138

Indsendelsesbekendtgørelsen, jf. BKG nr. 771 af 2. juni 2020, §§ 30 og 31

2.2 Intern viden

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 7

2.3 Offentliggørelse af intern viden (løbende oplysningsforpligtelse)

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 17

Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/1055 af 29. juni 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår de tekniske metoder til passende offentliggørelse af intern viden og til at udsætte offentliggørelsen af intern viden, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014

Vejledning nr. 9449 af 14. juni 2021 – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?

ESMA, MAR-retningslinjer, Udsættelse af intern viden (ESMA/2016/1478 DA)

Finanstilsynets nyhedsbrev af 6. december 2018 "Praksis om offentliggørelse af intern viden"

2.4 Krav til offentliggørelse og indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, § 24

Bekendtgørelse nr. 1173 af 31. oktober 2017 om udsteders oplysningsforpligtelser

2.5 Insiderlister

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 18

Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/347 af 10. marts 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår det præcise format for insiderlister og for ajourføring af insiderlister, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014

ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR)

2.6 Insiderhandel

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 8, 9 og 14

2.7 Uretmæssig videregivelse af intern viden

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 10 og 14

2.8 Markedssonderinger

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 11

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/960 af 17. maj 2016 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for hensigtsmæssige ordninger, systemer og procedurer for markedsdeltagere, der videregiver viden som led i markedssonderinger

Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2016/959 af 17. maj 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for markedssonderinger for så vidt angår de systemer og indberetningsmodeller, der skal anvendes af markedsdeltagere, der videregiver viden, og formatet for optegnelserne, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014

ESMA, MAR-retningslinjer, Personer, der modtager markedssonderinger, 10/11/2016 ESMA/2016/1477 DA

2.9 Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 5

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

2.10 Ledende medarbejdere og disses nærtstående indberetning af handler

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 19

Bekendtgørelse nr. 580 af 5. maj 2020 om tærskel for indberetning af ledende medarbejders transaktioner

Kommissionen delegerede forordning (EU) 2016/522 af 17. december 2015 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår en undtagelse for visse offentlige organer og centralbanker i tredjelande, indikatorerne for markedsmanipulation, tærsklerne for offentliggørelse af viden, den kompetente myndighed for underretninger om udsættelse, tilladelse til handel i lukkede perioder og typer af anmeldelsespligtige transaktioner udført af ledende medarbejdere

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/523 af 10. marts 2016 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for så vidt angår det format og det skema, hvori ledende medarbejders transaktioner skal indberettes og offentliggøres, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014

2.11 Markedsmanipulation

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 12 og 15

2.12 Kapitalforhøjelser

Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 763 af 23. juli 2019

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, kapitel 3

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF

Kommissionens delegerede (EU) 2019/980 af 14. marts 2019 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 for så vidt angår format, indhold, kontrol og godkendelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af Kommissionens forordning (EF) nr. 809/2004

2.13 Nasdaq udstederregler

Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 1 February 2020

Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 Sep 2019

2.14 Corporate Governance

Anbefalingerne for god selskabsledelse, Komitéen for god Selskabsledelse, 2. december 2020

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019, § 107 b

Bekendtgørelse nr. 959 af 13. september 2019 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven

Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 1 May 2020

2.15 Vederlag til ledelsen

Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 763 af 23. juli 2019, §§ 139, 139a og 139b

Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport, november 2019, version 1.0

2.16 Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående

Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 763 af 23. juli 2019, § 139 d

2.17 Redegørelse for samfundsansvar

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019, § 99 a

Erhvervsstyrelsens vejledning, redegørelse for samfundsansvar, vejledning om lovkrav for store virksomheder omfattet af årsregnskabslovens regnskabsklasse C og virksomheder omfattet af regnskabsklasse D gældende for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2020 eller senere.
Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om

Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven

Bekendtgørelse nr. 281 af 26. marts 2014 om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., § 135

2.18 Redegørelse for det underrepræsenterede køn

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019, § 99 b

Erhvervsstyrelsens vejledning om måltal og politikker for den kønsmæssige sammensætning af ledelsen og for afrapportering heraf, 1. marts 2016, version 2.0

Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven

Lovbekendtgørelse nr. 1447 af 11. september 2020 af lov om finansiell virksomhed, § 79 a

Bekendtgørelse nr. 281 af 26. marts 2014 om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., § 135 a

2.19 Redegørelse for politik for dataetik

Erhvervsstyrelsens vejledning om lovpligtig redegørelse for dataetik, 18. december 2020, version 1.0

Bekendtgørelse om finansielle rapporter for forsikringsselskaber

Bekendtgørelse nr. 281 af 26. marts 2014 om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl. (senest ændret ved bekendtgørelse nr. 1593 af 9. november 2020)

Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven

2.20 Redegørelse for mangfoldighedspolitik

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019, § 107 d

Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven

2.21 Regnskaber

Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019

Bekendtgørelse nr. 559 af 1. juni 2016 om udarbejdelse af delårsrapporter for virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, og hvor virksomheden er omfattet af årsregnskabsloven (delårsrapportbekendtgørelsen)

Forordning 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder (IFRS-forordningen)

Bekendtgørelse nr. 958 af 13. september 2019 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder IFRS for virksomheder omfattet af årsregnskabsloven

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020

Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 1 May 2020

Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 Sep 2019

2.22 Revisor og revisionsudvalg

Lovbekendtgørelse nr. 25 af 8. januar 2021 af lov om godkendte revisorer og revisionsvirksomheder

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 537/2014 af 16. april 2014 om specifikke krav til lovpligtig revision af virksomheder af interesse for offentligheden og om ophævelse af Kommissionens afgørelse 2005/909/EF

Erhvervsstyrelsens vejledning om revisionsudvalg, 1. maj 2018, version 1.1

Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 Sep 2019

Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 af 14. juni 2017 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked, og om ophævelse af direktiv 2003/71/EF

2.23 Storaktionærreglerne

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, § 38

Bekendtgørelse nr. 1172 af 31. oktober 2017 om storaktionærer

2.24 Overtagelsestilbud

Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 377 af 2. april 2020, kapitel 8

Bekendtgørelse nr. 636 af 15. maj 2020 om overtagelsestilbud

Finanstilsynets vejledning om bekendtgørelse om overtagelsestilbud

Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/25/EF om overtagelsestilbud

ESMA, Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive ESMA/2014/677

2.25 Shortselling

Europa-Parlamentets og Rådets Forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps

PwC specialister



Torben Jensen

Partner
t: +45 3945 3223
e: torben.jensen
@pwc.com



Henrik Steffensen

Partner
t: +45 2373 2147
e: henrik.steffensen
@pwc.com



Allan Knudsen

Partner
t: +45 3945 9255
e: allan.knudsen
@pwc.com



Henrik Kurtmann

Senior Manager
t: +45 2497 5659
e: henrik.kurtmann
@pwc.com

