Børshåndbogen 2026

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



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 mindset i forhold til offentlighed om selskabets forhold.

Det samme gør sig gældende for selskaber, der udsteder virksomhedsobligationer, og lader disse optage til handel på en børs. I Børshåndbogen, har vi således medtaget information om, hvad man skal overveje, og hvilke regler der gælder, når virksomhedsobligationer skal optages til handel.

Når et selskab lader sine værdipapirer (aktier og virksomhedsobligationer) 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 aktier eller virksomhedsobligationer 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 eller virksomhedsobligationer er optaget til handel, og til selskaber, der overvejer at lade deres aktier eller virksomhedsobligationer optage til handel.

Betegnelsen "børs" eller "fondsbørs" dækker over en markedsplads, hvor der handles værdipapirer. At være "børsnoteret" benyttes således generelt om selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på en markedsplads, dvs. et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet. Som det fremgår af afsnit 1.4 *Markeder*, er det kun på et reguleret marked, at det er muligt at få sine værdipapirer "officielt noteret", ligesom det kun er regulerede markeder, der må benytte betegnelsen "fondsbørs".

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

Håndbogen er opdelt i 14 kapitler:

Kapitel 1-3 henvender sig til de selskaber, der overvejer at lade deres aktier eller virksomhedsobligationer 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 selskaberne et indblik i, hvor parate de er i forhold til de krav, der stilles til selskaber, hvis aktier er optaget til handel.

Kapitel 4-10 omhandler de regler, der gælder for selskaber, som allerede har aktier eller virksomhedsobligationer optaget til handel. Her gennemgås de områder af kapitalmarkedsreguleringen, udsteder skal være opmærksom på. Der er tale om en overordnet gennemgang, som ikke er udtømmende, hvor hensigten er at give et indblik i reglerne. Det er derfor nødvendigt at dykke længere ned i de enkelte områder, når de bliver aktuelle. Selskaber, der overvejer at lade deres aktier eller virksomhedsobligationer 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.

Kapitel 11-13 omhandler reglerne for de regnskaber, selskaberne skal udarbejde. Her er beskrevet en række af de yderligere krav, der er til selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked.

Kapitel 14 omhandler de finansielle oplysninger, der skal medtages i et prospekt. Et prospekt skal bl.a. sætte læseren i stand til at foretage en velbegrundet vurdering over udstederens aktiver og passiver, fortjeneste og tab, finansielle stilling og forventede udvikling. I kapitlet gennemgås de krav, der er til præsentationen af de finansielle oplysninger med udgangspunkt i den delegerede forordning, der opstiller oplysningskravene.

Bagerst i håndbogen findes en forkortelsesliste, en oversigt over de relevante retsakter for de enkelte afsnit samt en oversigt over, hvilke selskaber der er omfattet af de forskellige retsområder i kapitel 4-10.

Rigtig god læselyst!

PwC

Indhold

1. Børsintroduktion (IPO) 5
- 1.1 Hvorfor børsintroduktion? 6
- 1.2 Dobbelt exitstrategi 7
- 1.3 Notering via børsskal eller SPAC 8
- 1.4 Markeder 10

2. Er selskabet børsmodent? 12
- 2.1 PwC's IPO readiness assessement-værktøj 13
- 2.2 Skattemæssige forhold i forberedelsesfasen 14

3. Krav ved optagelse til handel 15
- 3.1 Officiel notering/optagelse til handel – kapitalmarkedslovens krav 16
- 3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav 18
- 3.3 Prospekt 21
- 3.4 Verifikation 24
- 3.5 Komfort i forbindelse med prospekter 25
- 3.6 Prissætning 27
- 3.7 Dokumenter og processer 28

4. Oplysningsforpligtelser 29
- 4.1 Periodiske oplysningsforpligtelser 30
- 4.2 Intern viden 32
- 4.3 Løbende oplysningsforpligtelse – offentliggørelse af intern viden 35
- 4.4 Krav til offentliggørelse og indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet 41
- 4.5 Ledende medarbejderes og disses nærtstående indberetning af handler 42
- 4.6 Storaktionærreglerne 44

5. Markedsmisbrug 46
- 5.1 Insiderhandel 47
- 5.2 Uretmæssig videregivelse af intern viden 48
- 5.3 Markedsmanipulation 50
- 5.4 Insiderlister 52
- 5.5 Markedssonderinger 57
- 5.6 Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter 58

6. Kapitalfremskaffelse 60
- 6.1 Aktier/gæld 61
- 6.2 Prospektregler 61

7. Overtagelsestilbud 65
- 7.1 Overtagelsestilbud 66
- 7.2 Tilbudsdokument 68

8. Short selling (kort position) 69

9. Nasdaqs udstederregler 71
- 9.1 Aktier 72
- 9.2 Gæld/obligationer 74

10. Corporate Governance **76**
10.1 Anbefalinger for god Selskabsledelse 77
10.2 Vederlag til ledelsen 78
10.3 Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående 81

11. Ledelsesberetningen **83**
11.1 Forventninger til fremtiden 84
11.2 Beskrivelse af årets resultat 85
11.3 Gennemsigtighed 85
11.4 Politikker for det underrepræsenterede køn 86
11.5 Redegørelse for politik for dataetik 89
11.6 Redegørelse for mangfoldighedspolitik 91
11.7 Rapportering om bæredygtighed 92
11.8 EU's taksonomiforordning 98

12. Regnskaber **100**
12.1 Årsrapport og delårsregnskaber 101
12.2 Storaktionærer over 5 % 102
12.3 Oplysning om segmenter 102
12.4 Oplysning om ledelsen 103

13. Revision og revisionsudvalg **104**
13.1 Revision 105
13.2 Revisionsudvalg 106

14. Finansielle oplysninger i prospekter **108**
14.1 Historiske regnskabsoplysninger 109
14.2 Regnskabsoplysninger i resuméet 117
14.3 Alternative præstationsmålinger (APM) 119
14.4 Gennemgang af drift og regnskaber (OFR) 122
14.5 Resultatforventninger og resultatprognoser 125
14.6 Proforma 128
14.7 Kompleks regnskabshistorie og betydelige finansielle forpligtelser 136
14.8 Kapitalressourcer 139
14.9 Erklæring om driftskapital (working capital statement) 141
14.10 Kapitalisering og gældssituation 145
14.11 Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger 149
14.12 Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger for værdipapirer, der ikke er kapitalandele 151

Forkortelser **155**

Skema over retsakter **156**

Oversigt over hvilke selskaber der er omfattet af berørte emner **164**

Hvordan kan PwC hjælpe? **165**



1.1 Hvorfor børsintroduktion? **6**

1.2 Dobbelt exitstrategi **7**

1.3 Notering via børsskal eller SPAC **8**

1.4 Markeder **10**

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 strategivalget og formår at overbevise resten af organisationen om, at det er den rigtige strategi for selskabet. Ledelsen skal bl.a. overveje, om de og resten af organisationen er villige til at acceptere de forventninger, markedet har til børsnoterede selskaber i forhold til rapportering og gennemsigtighed i selskabet.

Det samme gør sig gældende for de selskaber, der vælger at finansiere selskabet ved at udstede virksomhedsobligationer, der optages til handel.

Beskrivelsen i Børshåndbogens forskellige afsnit skal hjælpe med at forstå, hvilke områder der er vigtige at iagttage, når et selskab planlægger at optage sine aktier eller virksomhedsobligationer til handel på et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.

Børsreglerne gælder i høj grad for værdipapirer, hvorfor der som udgangspunkt gælder de samme regler for noterede virksomhedsobligationer som for noterede aktier. Der er dog enkelte undtagelser, både i regelsættet og i anvendelsen af reglerne, hvilket er søgt belyst gennem bogen.

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, herunder notering af virksomhedsobligationer. I afsnit 3.7 *Dokumenter og processer* 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.

Markedsfinansiering kan ske ved udstedelse af aktier, hvorved egenkapitalen styrkes, eller ved udstedelse af virksomhedsobligationer, så virksomheden får adgang til fremmedfinansiering uden om banklånet. I begge tilfælde kan det være en fordel at lade sine værdipapirer optage til handel på en markedsplads. På den måde får investorerne lettere mulighed for at komme ud af deres investering, og en investering bliver interessant for institutionelle investorer.

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. Som nævnt kan fremmedfinansiering opnås ved udstedelse af virksomhedsobligationer eller via banklån.

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

Ud over 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 opveje 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 afspejler markedets vurdering af selskabet. Herved bliver værdien af incitamentsprogrammet tydeligere, og det er nemmere for medarbejderne at omsætte de pågældende aktier. Derved er det lettere for selskabet at tiltrække de rette medarbejdere.

Spredning af ejerrisiko

Afhængigt af, hvor selskabet er i sin 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 vækstselskaber 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 én 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 vækstselskaber 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 børsnoterede selskaber 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

Som det fremgik af forrige afsnit, er der flere fordele ved at lade sine aktier optages til handel på en markedsplads.

Selskabet kan fx have behov for kapital for at forfølge sine vækstplaner. En børsintroduktion 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 selskabet have gjort sig overvejelser om, hvordan det vil reagere på en alternativ exitmulighed.

Hvornår proaktiv?

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

- Volatile markeder:
  - Hvis børsmarkederne er meget volatile, og det derfor er usikkert, om selskabets forhold – herunder den ønskede markedsværdi ved IPO – 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.
- Holding-periode:
  - 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 – investeringens årlige afkast).
- Kontrol over exitværdien:
  - 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:
  - 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:
  - 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/eller 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".

En børsnotering via en børsskal er ofte betegnet som en "bagdørsnotering" og betragtes af nogle som en genvej til en børsnotering, idet en del af kravene til en notering er opfyldt af det allerede børsnoterede selskab.

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

SPAC

Et SPAC er et selskab uden aktiviteter, hvis formål er at rejse kapital via en børsnotering for derefter at opkøbe ét 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 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 fx 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, kan der være prospektpligt på dette tidspunkt. Se mere om prospekter i afsnit 3.3 *Prospekt*.

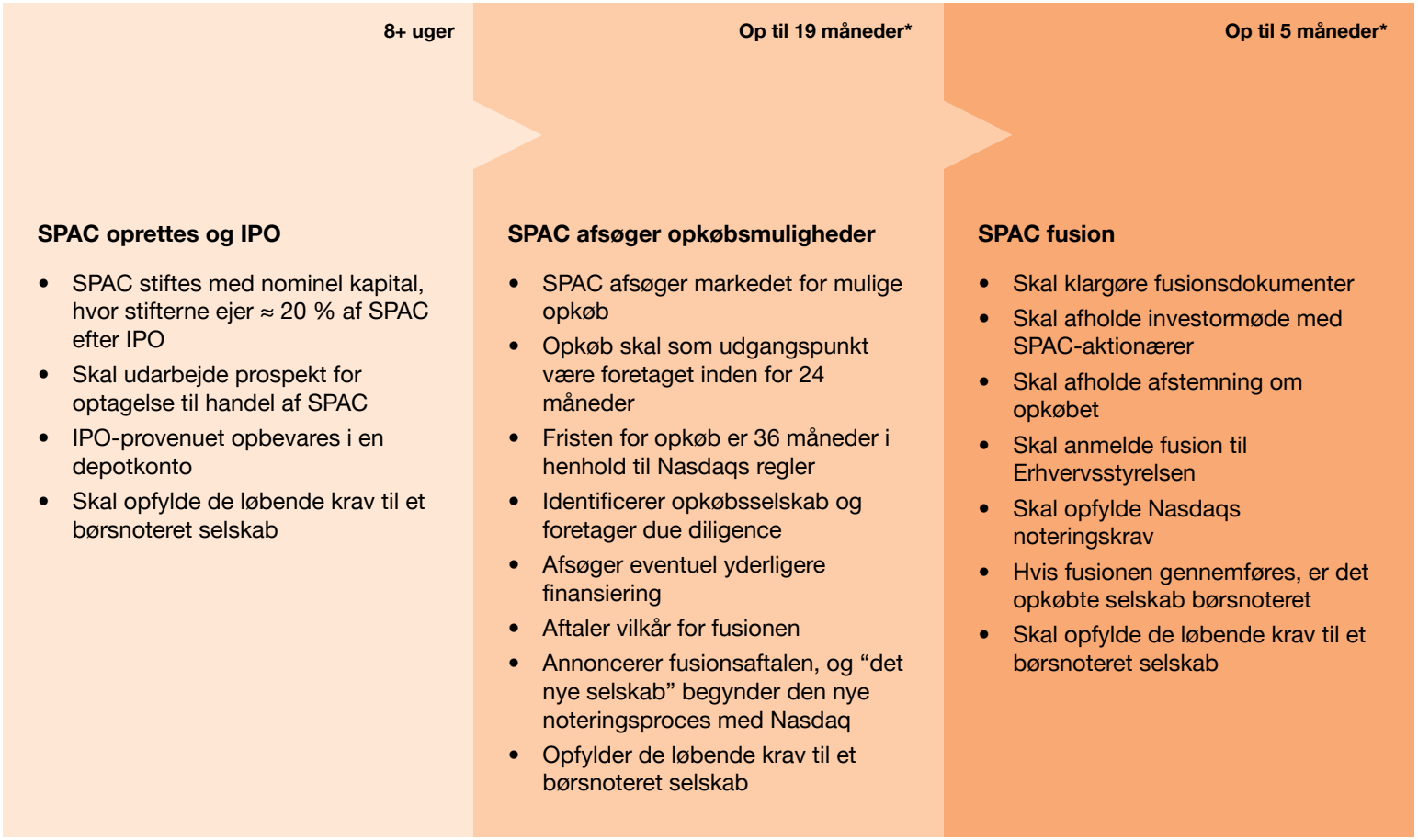
Idet en del af noteringskravene allerede

er opfyldt, vil processen for det opkøbte selskab typisk være hurtigere end ved en traditionel noteringsproces. Som udgangspunkt tager en traditionel notering 12-18 måneder, hvorimod en notering igennem et SPAC kan gøres på 3-6 måneder. Derudover har et SPAC den fordel, at der er mindre usikkerhed om prissætningen, da der tidligt i processen aftales en pris. I en traditionel IPO-proces er udsteder afhængig af forhandlingerne med bankerne og resultatet af det efterfølgende offentlige udbud.

Udsteder skal være opmærksom på, at prisen for fordelene er, at stifterne af SPAC'et typisk beholder 20 % af kapitalen i SPAC'et, hvilket udvander selskabets øvrige investorer.

Som investor i et SPAC er det vigtigt at holde sig for øje, at stifterne af SPAC'et er under tidspres for at finde et selskab at investere i, hvilket kan influere på forhandlingssituationen.

Et SPAC har tre overordnede livsfaser



* Mange SPAC'er har i deres vedtægter fastsat en frist på 18-24 måneder til at foretage opkøb. Hvis der er behov for yderligere tid, kan SPAC-aktionærerne vedtage, at fristen udvides. Ifølge Nasdaqs udstederregler har SPAC 36 måneder til at foretage opkøb for mindst 80 % af depotkontoens værdi.

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 3.2 *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 finansiering 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 som udgangspunkt skulle udarbejdes et prospekt, der beskriver det nye selskab. Se mere om prospekter i afsnit 3.3 *Prospekt*.

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 kapitel 7. *Overtagelsestilbud*.

Overtagelse af en børsskal kan umiddelbart have nogle af de samme fordele som en notering via et SPAC. Det selskab, der søger en notering via en børsskal, vil dog ofte foretage et udbud af aktier for at rejse kapital og få nye investorer ind i forbindelse med børsnoteringen. I så fald skal der som udgangspunkt udarbejdes et prospekt for det offentlige udbud, og processen bliver derved hurtigt den samme som ved en traditionel IPO.

1.4 Markeder

Når et selskabs værdipapirer skal optages til handel, er det vigtigt at gøre sig klart, hvor det er mest optimalt. Det kan både være i forhold til, hvilket land der er mest optimalt, og i forhold til, hvilket marked der passer bedst til selskabets aktuelle situation.

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 pristillelser (en værdipapirhandlers bindende købs- eller salgspriser), som de har modtaget fra andre leverandører.

Et multilateralt system står i modsætning til et bilateralt system, hvor fx 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.

I lov om kapitalmarkeder dækker begrebet "markeder" over regulerede markeder (RM), multilaterale handelsfaciliteter (MHF), herunder SMV-vækstmarkeder og 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:

- 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:

- 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:

- Defineret som et multilateralt system, der ikke er et reguleret marked eller en multilateral handelsfacilitet.
- En organiseret handelsfacilitet må ikke benyttes til handel med andre finansielle instrumenter end obligationer, strukturerede finansielle produkter, emissionskvoter og derivater.

Et SMV-vækstmarked:

- Defineret som en MHF, der af Finanstilsynet er registreret som et SMV-vækstmarked.
- Retter sig mod organiseret handel med finansielle instrumenter udstedt af små og mellemstore virksomheder.
- Ud over kravene til en MHF skal mindst 50 % af udstederne være små eller mellemstore virksomheder (SMV'er), hvilket vil sige selskaber, der har en gennemsnitlig markedsværdi på under 200 mio. EUR baseret på kursværdien ved årets udgang i de foregående 3 kalenderår.

Markeder i Danmark

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

Reguleret marked
Nasdaq Copenhagen (Københavns Fondsbørs)

- Nasdaq Copenhagen Main Market – aktier
- Nasdaq Copenhagen Main Market – obligationer.

Multilateral handelsfacilitet
Nasdaq First North Denmark

- Nasdaq First North Growth Market Denmark (SMV-vækstmarked)
- Nasdaq First North Bond Market.

Regler

Markedsmisbrugsforordningen finder anvendelse på alle typer af markeder. Derimod gælder reglerne for overtagelsestilbud og storaktionærer kun på et reguleret marked og derved ikke på en multilateral handelsfacilitet og organiseret handelsfacilitet. Derudover er der alene prospektpligt ved optagelse til handel på et reguleret marked og derved ikke på en multilateral handelsfacilitet og organiseret handelsfacilitet. 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 multilateral handelsfacilitet og et reguleret marked.

Bogens afsnit 3.2 *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 3.1 *Officiel notering*, hvoraf det fremgår, at det kun er muligt at blive officielt noteret på et reguleret marked.

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 mio. EUR**
- **en årlig nettoomsætning, der ikke overstiger 50 mio. EUR.**



2.1 PwC's IPO readiness assessement-værktøj **13**

2.2 Skattemæssige forhold i forberedelsesfasen **14**

2. 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 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 assessment".

2.1 PwC's IPO readiness assessement-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, ekstern kommunikation mv.

Ad 1. Den nuværende situation i virksomheden kortlægges ved hjælp af prædefinerede spørgsmål på en række essentielle områder:

a. historiske regnskabsoplysninger
b. procedurer for finansiel rapportering
c. forretningsplaner, budgetter og forventninger
d. selskabsledelse og intern kontrol
e. struktur og skat
f. ledelse og medarbejdere
g. it
h. strategi og virksomhedens fortælling (equity story)
i. kommunikation med investorer og andre interessenter
j. projektledelse
k. finansfunktionen
l. 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 allokeret.

PwC's værktøj:

01 Beskriver nuværende situation	02 Identificerer indsatsområder	03 Skelner mellem IPO-krav og "nice to have"
04 Konverterer indsatsområder til konkret aktionsplan	05 Prioriterer næste skridt	06 Allokerer ansvarsområder og laver overordnet tidsplan

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. Med henblik på 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.

Selvom der langt hen ad vejen gælder de samme krav til selskaber, der har obligationer optaget til handel, som til selskaber der har aktier optaget til handel, retter værktøjet sig primært til selskaber, der søger en børsnotering af selskabets aktier.

2.2 Skattemæssige forhold i forberedelsesfasen

Som led i selskabets overvejelser om modenhed til børsnotering og som en del af forberedelsesprocessen vil der være en række skattemæssige forhold, som selskabet bør afdække og forholde sig til.

Omstruktureringer/strukturering af børsnoteringen – skatte-/momsmæssige overvejelser

I forberedelsesfasen bør det bl.a. overvejes, om der forud for børsnoteringen skal ske omstruktureringer i koncernen for at optimere selskabsstrukturen i Danmark og i eventuelle øvrige relevante lande. Hvis det vurderes relevant at gennemføre omstruktureringer som forberedelse til børsnoteringen, er det væsentligt at overveje eventuelle skatte- og momsmæssige konsekvenser både i Danmark og i øvrige relevante lande for selskaberne i koncernen.

Derudover bør det overvejes, hvordan aktionærers og nøglemedarbejderes aktier, warrants m.m. i selskabet håndteres ved eventuel forudgående omstrukturering og i forbindelse med gennemførelsen af børsnoteringen, så der så vidt muligt ikke udløses negative skattemæssige konsekvenser for disse interessenter.

Selskabet vil ofte indhente skattemæssig rådgivning for grupper af nøglemedarbejdere og aktionærer i relevante lande og overveje skattemæssige konsekvenser uden hensyntagen til individuelle forhold for enkeltpersoner. Derfor anbefales det også, at de enkelte interessenter modtager skattemæssig rådgivning baseret på konkrete, individuelle forhold. Kommunikationen til investorer og nøglemedarbejdere om skattemæssige forhold er samtidig væsentlig at tage stilling til som led i forberedelsen, så det sikres, at de forstår de skattemæssige konsekvenser og kan forholde sig hertil.

IPO readiness assessment

Som en del af den forberedelse til en børsnotering, der er beskrevet i kapitel 2 *Er selskabet børsmodent?*, er det relevant at vurdere, hvor parat selskabets/koncernens skatteafdeling/regnskabsafdeling er til at håndtere de forventninger og krav, der er til de skattemæssige forhold for selskabet/koncernen, herunder løbende rapportering på skatten.

Her er det vigtigt, at de nødvendige forretningsgange og procedurer er implementeret i selskabet samt at tilstrækkelige ressourcer og kompetencer er til stede. Det er en fordel at identificere eventuelle optimeringsmuligheder i selskabet, herunder processerne i god tid inden børsnoteringen, så eventuelle tilpasninger er mulige at foretage inden.

Skattemæssig vendor due diligence og håndtering af findings

Umiddelbart forud for børsnoteringen stilles der ofte krav til, at der gennemføres en skattemæssig "vendor due diligence", hvor selskabets skatteforhold gennemgås, herunder hvorvidt selskabet/koncernen overholder alle relevante skatteregler (inden for selskabsskat, moms, afgifter, personskat, transfer pricing mv). I forbindelse med en eventuel skattemæssig vendor due diligence kan der identificeres forhold, som med fordel kan udbedres eller afklares før børsnoteringen. Den skattemæssige vendor due diligence afrapporteres typisk som led i revisors long form report. Se afsnit 3.5 *Komfort i forbindelse med prospekter*.



3.1 Officiel notering/optagelse til handel – kapitalmarkedslovens krav **16**

3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav **18**

3.3 Prospekt **21**

3.4 Verifikation **24**

3.5 Komfort i forbindelse med prospekter **25**

3.6 Prissætning **27**

3.7 Dokumenter og processer **28**

3. Krav ved optagelse til handel

Som det fremgår af kapitel 1, 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 gennemsigtighed og likviditet i handelen.

3.1 Officiel notering/ optagelse til handel – kapitalmarkedslovens krav

Selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, kan søge om at få disse "officielt noteret" på markedspladsen. Dette er ikke muligt for selskaber, hvis værdipapirer er optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, hvor værdipapirerne alene kan være optaget til handel. Bemærk at reglerne ophæves med virkning fra den 5. juni 2026, hvorefter det ikke længere er muligt at få aktier officielt noteret.

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

Betingelser for aktiers officielle notering
Det følger af § 5 i noteringsbekendtgørelsen, at aktier kan noteres officielt, hvis den forventede kursværdi af aktierne udgør mindst 1 mio. EUR. Hvis kursværdien ikke kan anslås, skal selskabets egenkapital, herunder resultatet fra det seneste regnskabsår mindst udgøre 1 mio. EUR.

Derudover gælder betingelserne for aktiers officielle notering som anført i noteringsbekendtgørelsens bilag 1. Heraf fremgår følgende krav:

- Betingelser vedrørende det selskab, hvis aktier er genstand for ansøgning:
  - Retlige stilling i overensstemmelse med de for selskabet gældende retsforskrifter med hensyn til såvel dets stiftelse som til dets vedtægtsmæssige virksomhed.
  - Regnskabshistorik på minimum tre regnskabsår.

- Betingelser vedrørende aktierne:
  - Aktiernes retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for aktier gældende retsforskrifter, hvilket i Danmark vil være selskabslovens krav til kapitalandele.
  - Aktierne skal være frit omsættelige.
  - Ved offentligt udbud skal tegningsperioden være afsluttet forud for officiel notering.
  - Tilstrækkelig spredning (mindst 25 % af den tegnede kapital fordelt i offentligheden).
  - Ansøgning skal omfatte alle aktier i samme aktieklasse.
  - Ydre udformning for aktier udstedt af udstedere ikke hjemmehørende i Danmark.
  - Tjek af behov for at beskytte investorer ved udstedere fra tredjelande.

Betingelser for obligationers officielle notering

Det følger af § 6 i noteringsbekendtgørelsen, at obligationer kan noteres officielt, hvis lånet udgør mindst 200.000 EUR.

Derudover gælder betingelserne for obligationers officielle notering som anført i noteringsbekendtgørelsens bilag 2, punkt 1.1 og 1.2. Heraf fremgår følgende krav:

- Betingelser vedrørende det selskab, hvis obligationer er genstand for ansøgning:
  - Retlig stilling i overensstemmelse med de for selskabet gældende retsforskrifter med hensyn til såvel dets stiftelse som til dets vedtægtsmæssige virksomhed.

- Betingelser vedrørende obligationerne:
  - Obligationernes retlige stilling skal være i overensstemmelse med de for obligationer gældende retsforskrifter frit omsættelige.
  - Ved offentlige udbud skal tegningsperioden være afsluttet forud for officiel notering.
  - Ansøgning skal omfatte alle obligationer fra samme udstedelse.
  - Ydre udformning for obligationer udstedt af virksomheder, der ikke er hjemmehørende i Danmark.

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.

Listing act

Med vedtagelsen af listing act ophæves direktiv 2001/34/EF, der som nævnt danner grundlag for noteringsbekendtgørelsens krav til officiel notering.

I stedet indsættes artikel 51a om særlige betingelser for aktiers optagelse til handel i direktiv 2014/65/EU. Betingelserne er implementeret i lov om kapitalmarkeder i en ny § 76a, der finder anvendelse fra den 5. juni 2026. Heraf fremgår følgende betingelser for optagelse til handel af aktier på et reguleret marked:

- Den forventede markedsværdi for det selskab, hvis aktier der ansøges om optagelse til handel af, eller, hvis denne værdi ikke kan anslås, dette selskabs egenkapital, herunder resultatet, fra det seneste regnskabsår, skal være på mindst 1 mio. EUR. Betingelsen om selskabets egenkapital finder ikke anvendelse på optagelse til handel af aktier, der er fungible med aktier, der allerede er optaget til handel. Betingelsen gælder således ikke for selskaber, der allerede er optaget til handel på et reguleret marked, og laver en kapitaludvidelse.

- I tillæg til kravet til selskabets værdi, skal mindst 10 % af den tegnede kapital, som den aktieklasse, der er omfattet af ansøgningen om optagelse til handel, repræsenterer, være ejet af offentligheden på tidspunktet for optagelse til handel. Hvis der ansøges om optagelse til handel af aktier, der er fungible med aktier, der allerede er optaget til handel, skal det i forbindelse med betingelsen vurderes, om der er en tilstrækkelig spredning af aktier i offentligheden i forbindelse med alle udstedte aktier og ikke kun i forbindelse med de aktier, der er fungible med aktie, der allerede er optaget til handel.

Med ændringerne som følge af listing act vil der således ikke længere være mulighed for at optage værdipapirer til officiel notering.

3.2 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 kapitel 9 *Nasdaqs udstederregler*. I nærværende afsnit behandles reglerne om optagelseskrav på de to markedspladser.

Nasdaq Copenhagen Main Market Aktier

Udstederreglerne på Nasdaq Copenhagen Main Market er fælles med de nordiske markedspladser med tillægsregler for de enkelte markedspladser. Reglerne indeholder bl.a. 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:
  - Udsteder skal have offentliggjort mindst tre års regnskaber i overensstemmelse med de regnskabsregler, der gælder for udsteder, og der skal være tilstrækkelig information til, at markedspladsen og investorer kan vurdere udviklingen i udsteders forretning.
- Rentabilitet og driftskapital:
  - 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 12 måneder efter den første handelsdag.
- Aktiernes markedsværdi:
  - Aktierne skal have en forventet samlet kursværdi på mindst 1 mio. EUR.

Derudover er der en række løbende krav:

- Aktierne skal være i overensstemmelse med de retsforskrifter, der gælder på udsteders stiftelsessted.
- Aktierne skal have de nødvendige lovmæssige eller andre godkendelser.
- Aktierne skal være frit omsættelige.
- Hele aktieklassen skal være optaget til handel.
- Der er tilstrækkelig likviditet i aktierne – 25 % af udsteders aktier skal som udgangspunkt være fordelt i offentligheden.
- Udsteder skal leve op til de relevante Anbefalinger for god Selskabsledelse (se mere i afsnit 10.1 *Anbefalinger for god Selskabsledelse*).
- Udsteders bestyrelse og ledelse skal kende udsteder – det er tilfældet, hvis de er ansat tre måneder inden optagelse til handel og har deltaget i udarbejdelsen af mindst én finansiel rapport fra udsteder.
- Udsteder skal have interne procedurer og systemer på plads:
  - 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.

Obligationer

I modsætning til reglerne for aktier har Nasdaq Copenhagen deres eget regelsæt for udstedere af obligationer.

Når en udsteder skal have obligationer optaget til handel på det regulerede marked, skal følgende indsendes til markedspladsen, medmindre udsteder allerede har finansielle instrumenter optaget til handel:

- historiske finansiel information om udsteder
  - to års finansielle rapporter
- selskabets vedtægter
- dokumentation for “duly incorporation” hos Erhvervsstyrelsen eller andre kompetente myndigheder.

Derudover er der en række løbende krav, der gælder for udsteder:

- Obligationerne skal have de nødvendige lovmæssige eller andre godkendelser.
- Obligationerne skal være frit omsættelige.
- Alle obligationerne i serien skal være optaget til handel.
- Udsteders bestyrelse og ledelse skal kende udsteder – det er tilfældet, hvis de er ansat tre måneder inden optagelse til handel og har deltaget i udarbejdelsen af mindst én finansiel rapport fra udsteder.
- Udsteder skal have interne procedurer og systemer på plads:
  - Udsteder skal have en informationspolitik, der sikrer, at selskabet kan lede op til forpligtelsen til at offentliggøre finansielle informationer og opfylde den løbende oplysningsforpligtelse.

Nasdaq First North Growth Market Denmark
Aktier

Udstederreglerne på Nasdaq First North Growth Market Denmark er fælles med de øvrige nordiske markedspladser, men er på enkelte områder suppleret af specifikke regler for de enkelte markedspladser, herunder for First North Denmark (de specifikke regler for First North Denmark findes i udstederreglernes supplement D). Reglerne indeholder bl.a. optagelseskrav.

Aktier kan blive optaget til handel på Nasdaq First North Growth Market, når markedspladsen mener, at udsteder lever op til markedspladsens regler.

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.
- Udsteder på optagelsestidspunktet mindst har arbejdskapital (driftskapital) til 12 måneder.
- Selskabet skal have opereret i mindst 12 måneder.
- Selskabet skal have udarbejdet mindst én finansiel rapport.
- 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:
  - hjælp og support i listing (optagelses) processen
  - at supportere og sikre overholdelse af udstederreglerne på markedspladsen
  - 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 prospektforordningen, se afsnit 3.3 *Prospekt*, træder prospektet i stedet for virksomhedsbeskrivelsen.

Nasdaq har i den forbindelse indført et krav om, at udsteder i virksomhedsbeskrivelsen eller prospektet skal beskrive den værdiansættelsesmetode, der er anvendt ved fastlæggelse af udbudsprisen sammen med de væsentligste antagelser.

Obligationer

Udstederreglerne på Nasdaq First North Growth Market Denmark er fælles med markedspladserne i Sverige og Finland.

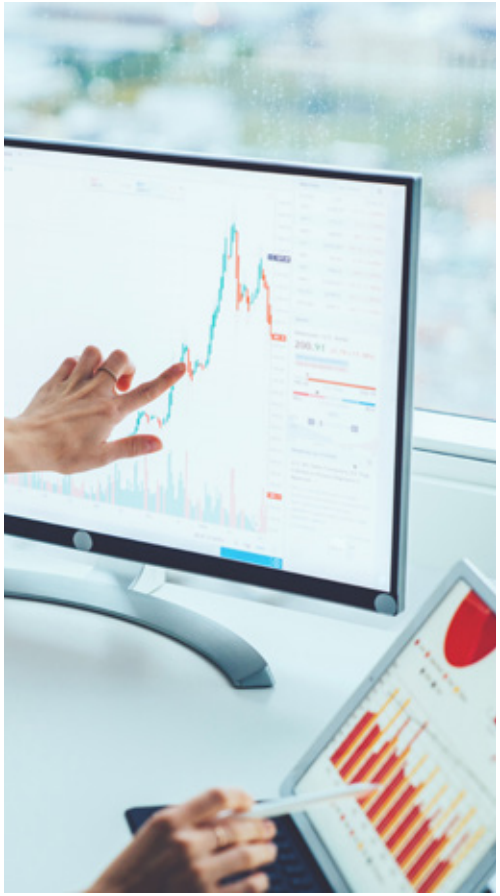
Obligationerne kan blive optaget til handel på Nasdaq First North Bond Market, når markedspladsen mener, at udsteder lever op til markedspladsens regler.

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

- Udsteder skal være "duly incorporated" i overensstemmelse med de relevante love i udsteders registrerede hjemland.
- Obligationerne skal være frit omsættelige.
- Ansøgningen om optagelse til handel skal gælde for alle obligationerne omfattet af samme serie.
- Obligationerne skal være elektronisk registrerede og skal kunne "cleares" og være "settled" på en måde, de er accepteret af børsen.
- Udsteder skal have offentliggjort finansielle rapporter for mindst to år i overensstemmelse med gældende regnskabsregler (gælder ikke, hvis i) obligationerne retter sig til investorer, der skal investere for mindst 100.000 EUR, ii) den pålydende pr. værdipapir er over 100.000 EUR eller iii) værdipapirerne er fuldt ud garanteret, og garanten har offentliggjort finansielle rapporter for mindst to år i overensstemmelse med regnskabsreglerne i garantens hjemland).

Ved ansøgning om optagelse til handel skal udsteder offentliggøre en virksomheds-beskrivelse. Indholdskravene fremgår af udstederreglerne.

Hvis udsteder udarbejder et prospekt i henhold til reglerne i prospektforordningen, se afsnit 3.3 *Prospekt*, 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 finansiel rapport (kan fx være en 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 markedsværdi på mindst 10 mio. EUR.
- Udsteder skal leve op til de relevante Anbefalinger for god Selskabsledelse (se mere i afsnit 10.1 *Anbefalinger for god Selskabsledelse*).

3.3 Prospekt

Når værdipapirer skal optages til handel 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 udeladt væsentlige oplysninger.

Især for selskaber, der skal have deres aktier optaget til handel for første gang, bliver der 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, som udløser prospektpligt. Disse er, når værdipapirer optages til handel på et reguleret marked, og når værdipapirer udbydes til offentligheden.

Det betyder, at der som udgangspunkt er prospektpligt ved optagelse til handel 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 hæve grænsen til 8 mio. EUR. I Danmark er muligheden udnyttet fuldt ud, og 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.

Med vedtagelsen af listing act hæves grænsen i prospektforordningen fra 8 mio. EUR til 12 mio. EUR med mulighed for medlemsstaterne til at fastsætte grænsen til 5 mio. EUR. I Danmark er denne mulighed ikke udnyttet, og grænsen for prospektpligt for offentlige udbud bliver derved 12 mio. EUR. Da der er mulighed for medlemsstaterne til at fastsætte en lavere grænse, skal danske udstedere fortsat være opmærksom på prospektpligt ved grænseoverskridende udbud. Den nye grænse finder anvendelse fra den 5. juni 2026. Når værdipapirer 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 værdipapirer 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, udbud af værdipapirer med en pålydende på mindst 100.000 EUR pr. værdipapir 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. Med vedtagelsen af listing act er nogle af disse undtagelser udvidet til også at omfatte offentlige udbud i forbindelse med optagelsen. Disse undtagelser er beskrevet i afsnit 6.2 *Prospektregler.*

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 – Aktier

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/det almindelige prospekt).

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.

Prospektet skal være et dokument i et standardformat, og oplysningerne skal præsenteres i en standardrækkefølge i overensstemmelse med de delegerede retsakter.

Et standardprospekt, der vedrører aktier, må være på højst 300 trykte A4-sider og skal være udformet og opstillet således, at det er letlæseligt, med brug af en læsbar skriftstørrelse.

Resuméet, de oplysninger, der er integreret ved henvisning, de supplerende oplysninger, der skal gives, hvis udstederen har en kompleks regnskabshistorie eller har indgået en betydelig finansiel forpligtelse, eller de oplysninger, der skal gives i tilfælde af en væsentlig bruttoændring (proformaregnskab), tages ikke i betragtning med henblik på den maksimale længde.

Begrænsningen på 300 sider og kravet om standardformat gælder ikke når værdipapirer skal optages til handel på et reguleret marked i Unionen og samtidig udbydes til eller placeres privat hos investorer i et tredjeland, hvor et udbudsdokument er udarbejdet i henhold til lov, regel eller markedspraksis. Hvis der således udarbejdes et internationalt udbudsdokument sammen med prospektet, er der ikke begrænsninger for prospektet.

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

Standardprospekt – Obligationer

For obligationer er der to typer standardprospekter, som afhænger af, hvilke investorer udsteder henvender sig til. Der er ikke samme beskyttelseshensyn til engrosinvestorer, hvorfor informationskravene til de prospekter er lempeligere.

- prospekt for detailinvestorer for værdipapirer, der ikke er kapitalandele (kravene findes i bilag 6 og 14 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980).
- prospekt for engrosinvestorer for værdipapirer, der ikke er kapitalandele (kravene findes i bilag 7 og 15 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980).

Prospektet skal være et dokument i et standardformat, og oplysningerne skal præsenteres i en standardrækkefølge i overensstemmelse med de delegerede retsakter.

Øvrige prospekter

Udstedere, der skal have værdipapirer optaget til handel på et SMV-vækstmarked, kan som udgangspunkt anvende bilagene for Vækstorienteret EU-udstedelsesprospekt, der er omhandlet nærmere i afsnit 6.2 *Prospektregler.*

Udstedere, der allerede har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked, og som udsteder værdipapirer, som er fungible med disse værdipapirer, kan benytte bilagene for et EU-opfølgningsprospekt. Også dette er nærmere omhandlet i afsnit 6.2 *Prospektregler*.

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 unødig 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 tre dages tilbagetrædelsesret til de investorer, der har afgivet tegningstilsagn og endnu ikke har fået leveret værdipapirerne. Pligten til at give tilbagetrædelsesret gælder i udbudsperioden. Er udbudsperioden slut, og værdipapirerne 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 medlemmerne 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.

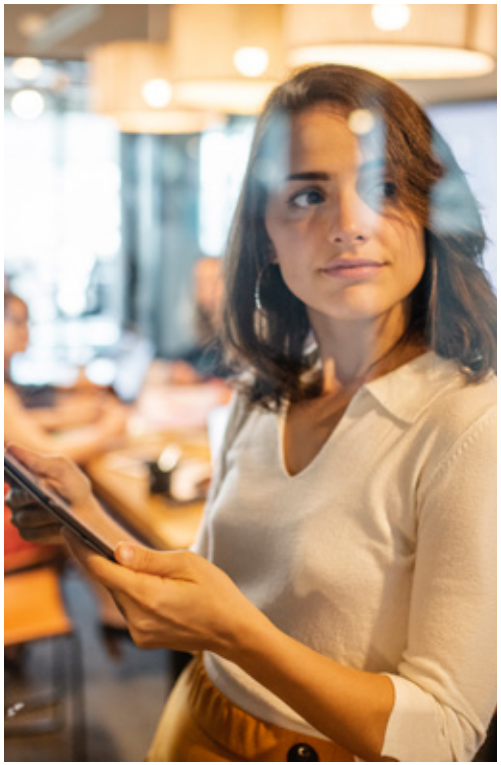
Hvis der i prospektet indgår proformaregnskabsoplysninger, fremgår det af den delegerede forordning, at prospektet skal indeholde en rapport fra udsteders revisor, hvor det anføres, at proformaregnskabsoplysningerne er blevet indsamlet på forsvarlig vis på det beskrevne grundlag, og at dette grundlag 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 3.5 *Komfort i forbindelse med prospekter*.

Godkendelsesproces

Et prospekt skal godkendes af Finanstilsynet inden offentliggørelse. Processen er nærmere gennemgået i kapitel 6 *Kapitalfremskaffelse*.



3.4 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 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

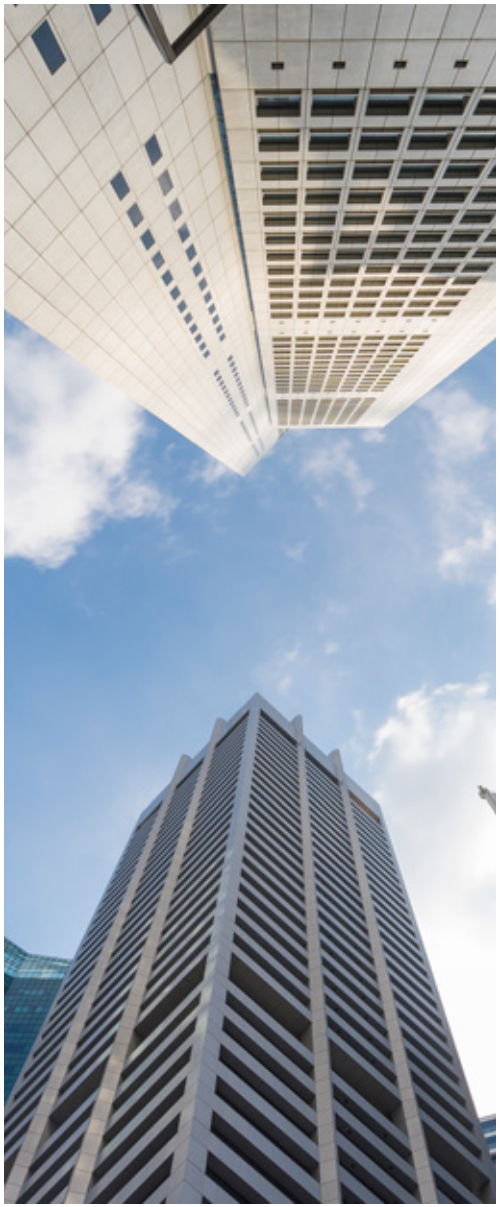
Verifikation forestås ofte af udsteders finansielle rådgivers advokat, der i forvejen bistår i forbindelse med børsnoteringen.

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.



bankTrelleborg-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 håndpantsætningerne på prospekttidspunktet have været konstateret ved en enkel og hurtig undersøgelse, men en sådan undersøgelse blev ikke foretaget, og håndpantsætningerne 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 garanter 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 garanter 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 2 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 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 et prospekt med væsentlige mangler havde indeholdt oplysninger, der gjorde det retvisende.

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

Dette 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.

3.5 Komfort i forbindelse med prospekter

På de områder, hvor de ansvarlige for prospektet afgiver erklæringer, ønsker såvel ledelsen som banker ofte komfort til afdækning af deres forpligtelser. “Private comfort” dækker således bl.a. 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 afgiver i prospektet, som er offentligt tilgængelige.

Private comfort

Private comfort fra revisor omfatter normalt:

- Komfort på finansielle oplysninger (CircleUp):
  - Revisor gennemgår tallene i prospektet for at afstemme med udsteders regnskaber mv.
- Driftkapital (working capital) og resultatforventninger (inkl. forudsætninger):
  - Udsteder skal i prospektet erklære, om selskabet har tilstrækkelig arbejdskapital til de næste 12 måneder regnet fra prospektdatoen. Revisor kan give private comfort om dette grundlag.
  - Udsteder skal i prospektet erklære, 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:
  - 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:
  - 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:
  - 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 finansiel 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.

3.6 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 vækst-case, 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, bygges bøgerne op via dialog med potentielle investorer, og den endelige pris fastsættes 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 5.6 *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 selskabet kan købe de ekstra aktier tilbage i markedet, hvis der er behov. På den måde er det muligt at holde hånden 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 i henhold til den indgåede optionsaftale.

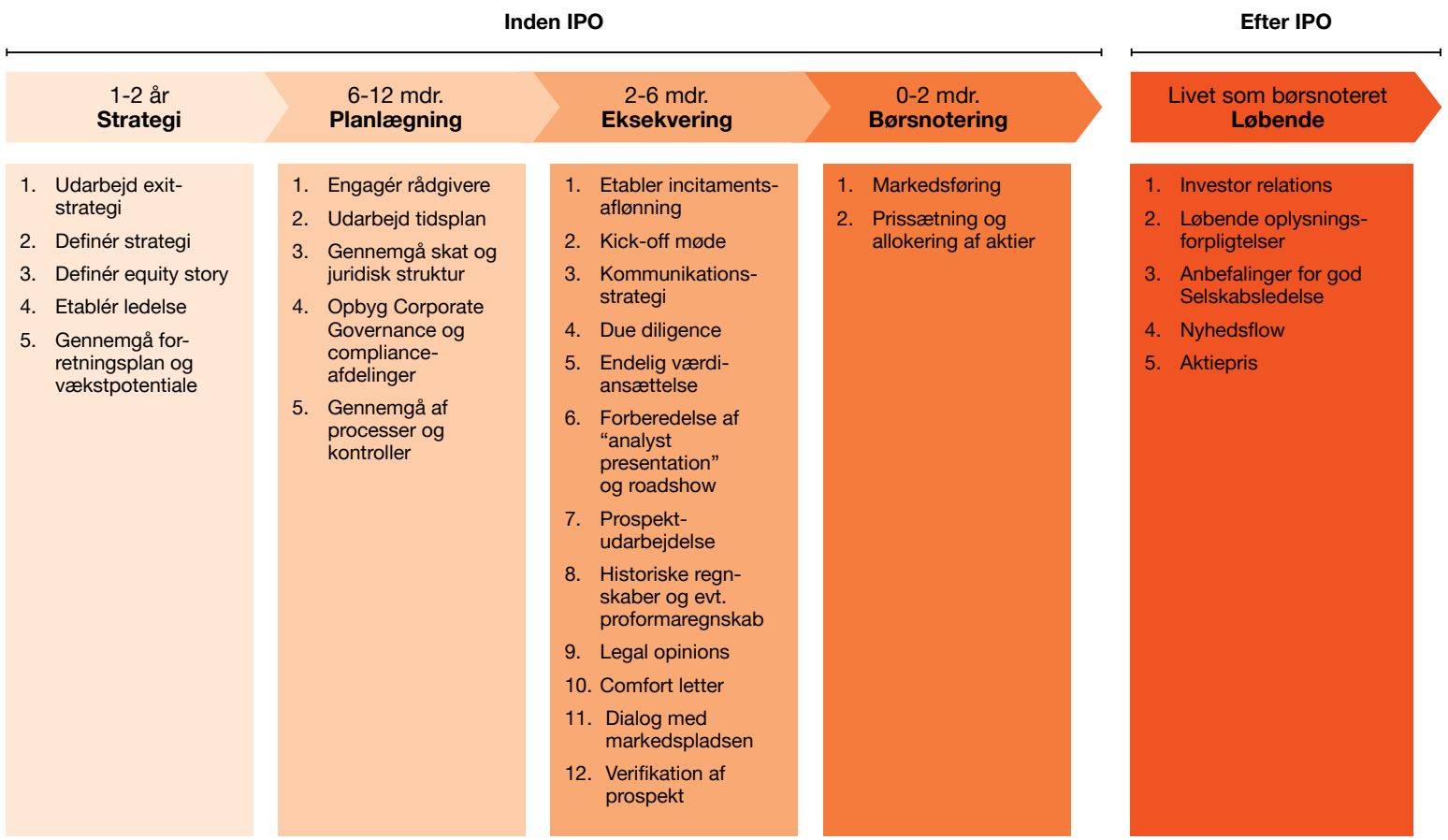
3.7 Dokumenter og processer

Det er hårdt arbejde at gennemføre en IPO. Som det er beskrevet tidligere, er det vigtigt, at selskabet først og fremmest 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, bl.a. 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.





4.1 Periodiske oplysnings-forpligtelser 30
4.2 Intern viden 32
4.3 Løbende oplysnings-forpligtelse – offentliggørelse af intern viden 35
4.4 Krav til offentliggørelse og indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet 41
4.5 Ledende medarbejderes og disses nærtstående indberetning af handler 42
4.6 Storaktionærreglerne 44

4. Oplysningsforpligtelser

Kapitlet behandler en række områder, udstedere skal være opmærksom på, når de har værdipapirer 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, såsom reglerne om ledende medarbejderes handler og storaktionærreglerne. 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.

4.1 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 i kapitalmarkedsloven 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 multilateral handelsfacilitet. Disse selskaber skal dog være opmærksomme på markedspladsens regler, se kapitel 9 *Nasdaqs udstederregler*.

Udstedere, der kun udsteder gældsbeviser optaget til handel på et reguleret marked, hvis pålydende pr. enhed er mindst 100.000 EUR, er undtaget fra reglerne, men skal ligeledes være opmærksom på markedspladsens regler. I den forbindelse bemærkes det, at undtagelsen ifølge Finanstilsynet ikke gælder for gældsbeviser med en pålydende pr. enhed på mindre end 100.000 EUR, uanset at gældsbeviserne har en mindstehandelsenhed på mindst 100.000 EUR.

Frister

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

Af § 27 i kapitalmarkedsloven 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 4.3 *Løbende oplysningsforpligtelse – offentliggørelse af intern viden*.

Nasdaq har enslydende frister i deres udstederregler. Se mere om Nasdaqs udstederregler i kapitel 9 *Nasdaqs 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 seks måneder efter regnskabsperiodens afslutning, idet fristen dog er fire måneder for virksomheder omfattet af regnskabsklasse D (børsnoterede selskaber), jf. årsregnskabslovens § 138.

Virksomheder, der har værdipapirer 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.

Format

Årsrapporter skal udarbejdes og offentliggøres i et fælles elektronisk rapporteringsformat (ESEF). Det følger af kravene, at udsteder skal udarbejde årsrapporten i XHTML-format (Extensible Hybertext Markup Language). For at lette tilgængeligheden, analysen og sammenligneligheden skal årsrapporten opmærkes i XBRL (eXtensible Business Reporting Language). XBRL er maskinlæsbart og gør det muligt at behandle store mængder oplysninger automatisk. Opmærkningen skal ske i overensstemmelse med taksonomien som fastlagt i den delegerede forordning 2018/815.

Vær opmærksom på, at udstedere, der kun udsteder gældsbeviser optaget til handel på et reguleret marked, hvis pålydende pr. enhed er mindst 100.000 EUR, er undtaget fra reglerne om offentliggørelse af finansielle rapporter i kapitalmarkedsloven. Derfor er de også undtaget fra ESEF-kravet. I den forbindelse bemærkes det, at undtagelsen ifølge Finanstilsynet ikke gælder for gældsbeviser med en pålydende pr. enhed på mindre end 100.000 EUR, uanset at gældsbeviserne har en mindstehandelsenhed på mindst 100.000 EUR.

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 kapitel 12 *Regnskaber*, om regnskaber for selskaber med værdipapirer 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 kapitalmarkedsloven.

Kvartalsrapport og kvartalsmeddelelse

Der er ikke krav om at udarbejde kvartalsrapporter eller kvartalsmeddelelser. 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 periodemeddelelsen 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, når de redegør for deres efterlevelse af Anbefalingerne for god Selskabsledelse. Se mere i afsnit 10.1 *Anbefalinger for god Selskabsledelse*.

4.2 Intern viden

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

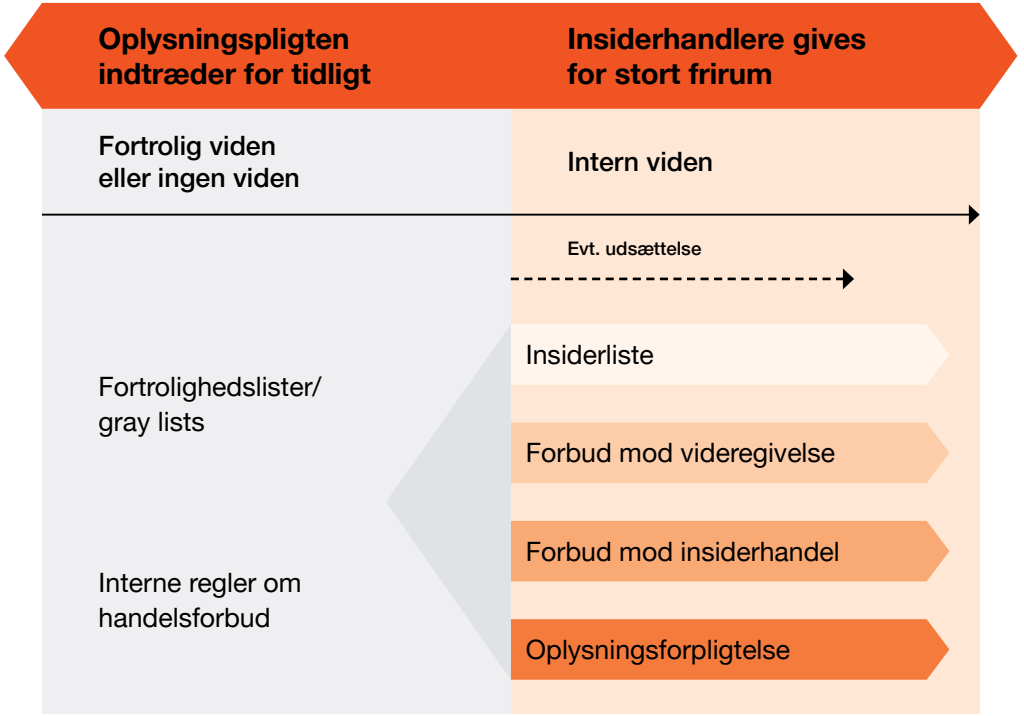
Det er vigtigt, at intern viden bliver klassificeret på det rigtige tidspunkt. Hvis et forhold bliver klassificeret som intern viden for tidligt, vil forbuddene og kravene indtræde for tidligt, og personer vil unødigt blive mistænkeliggjort. Hvis forholdet derimod bliver klassificeret som intern viden for sent, åbner det mulighed for insiderhandel.

Inden et forhold bliver til intern viden, kan selskaberne med fordel oprette fortrolighedslister og interne regler om handelsforbud for at imødekomme reglerne og undgå unødig 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 én eller flere udstedere eller ét eller flere finansielle instrumenter
- hvis den blev offentliggjort, mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter.

Definitionen af intern viden er den samme for aktier og obligationer. Ved anvendelsen af definitionen vil der dog være en forskel, da kurserne på de forskellige værdipapirer bliver påvirket af forskellige forhold. I Finanstilsynets vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer har Finanstilsynet påpeget, at en aktie typisk vil være mere kurspåvirkelig, hvorfor der som udgangspunkt skal mere til, for at et forhold udgør intern viden for en udsteder af obligationer end for en udsteder af aktier.



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

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, at 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 4.3 *Løbende oplysningsforpligtelse – offentliggørelse af intern viden*.

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. Dvs., 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 2014.3464V) 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. Ifølge dommen er det således ikke tilstrækkeligt, at oplysningen er offentligt tilgængelig. Den skal også være offentliggjort på en tilstrækkelig måde.

Direkte eller indirekte vedrører udsteder eller ét eller flere finansielle instrumenter

Oplysninger, der direkte vedrører udsteder eller dennes finansielle instrumenter, kan være kreditfaciliteter, væsentlige aftaler, M&A-aktiviteter, ændrede forventninger, ændringer i ledelsen mv. Oplysninger, der indirekte vedrører udsteder eller dennes finansielle instrumenter, kan være ændring af relevant lovgivning, overtagelsestilbud, 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 4.3 *Løbende oplysningsforpligtelse – offentliggørelse af intern viden.*



Viden, der mærkbart ville 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, der allerede 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 sit nyhedsbrev for kapitalmarkedsområdet i maj 2019 forholdt sig til, hvordan analytikeres udmeldinger skal inddrages ved vurderingen af mærkbarhedskriteriet. Heraf fremgår, at: *"Udstedere bør ikke inddrage investeringsanalyser og analytikernes forventninger til udstederen i vurderingen af mærkbarhedskriteriet, da analytikere ikke har samme kendskab til forretningen"*. Udstedere skal derfor alene basere deres vurdering på markedets forventninger, når sådanne forventninger bygger på signaler, som udstederen tidligere har sendt til markedet.

Finanstilsynet har derudover i sit nyhedsbrev for kapitalmarkedsområdet i december 2019 skrevet, at de forventer, at udstedere ved vurdering af oplysningernes kurspåvirkende effekt inddrager andre faktorer end en eventuel påvirkning af udsteders resultat. Udstedere skal inddrage andre oplysninger, der kan have betydning for en potentiel investors interesse i udstederen eller en fornuftig investors tro på udstederen. Det kan fx 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.

Finanstilsynet har i sin vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer påpeget, at det i vurderingen også er relevant at inddrage, om der er tale om en udsteder af aktier eller obligationer, fordi kurserne på disse finansielle instrumenter bliver påvirket af forskellige forhold. Fx skriver Finanstilsynet, at det typisk ikke vil påvirke kursen på realkreditobligationer, hvis der sker ledelsesændringer i et realkreditinstitut. En lignende overvejelse må gælde for udstedere af andre obligationer, hvor ledelsesændringen ikke har betydning for tilbagebetalingsevnen hos udsteder.

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 markedsmisbrugsforordningen for intern viden.

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

Vær opmærksom på, at der med vedtagelsen af listing act er ændret i markedsmisbrugsforordningen, således at kravet om hurtigst muligt at offentliggøre intern viden ikke finder anvendelse på intern viden vedrørende midlertidige skridt i en langstrakt proces. Forholdene kan således fortsat udgøre intern viden, men der vil fra den 5. juni 2026, hvor reglen finder anvendelse, ikke længere være pligt til at offentliggøre de enkelte skridt i processen. Se mere i afsnit 4.3 *Løbende offentliggørelse – offentliggørelse af intern viden.*

4.3 Løbende oplysningsforpligtelse – offentliggørelse af intern viden

En udsteder er forpligtet til hurtigst muligt at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører denne. 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 udstederen, er udsteder alene forpligtet til at offentliggøre intern viden, som direkte vedrører denne. Det betyder, at fx 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 fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne 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. Efterfølgende kan det være nødvendigt at offentliggøre endnu en meddelelse, når konsekvenserne er klarlagt, hvis disse i sig selv udgør intern viden.



Finansielle oplysninger

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 afgørelsesbrev (complete response letter) fra de amerikanske sundhedsmyndigheder, men først offentliggjort information om dette søndag. Selskabet havde anvendt den mellemliggende periode til bl.a. 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 det 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 i denne 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 investeringsbeslutning. 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.

Derudover skriver Finanstilsynet, at de første udmeldinger om en udsteders finansielle forventninger til et kommende regnskabsår kan være oplysninger, som skaber nye forventninger hos investorerne, og udsteder derfor også skal vurdere, om oplysningerne herom udgør intern viden.

Hvis udsteder i forbindelse med udarbejdelsen af finansielle oplysninger vurderer, at et resultat, ændrede forventninger eller forventningerne til det kommende regnskabsår udgør intern viden, skal de offentliggøres hurtigst muligt og kan som udgangspunkt ikke afvente offentliggørelsen af årsrapporten. Det vil således have formodningen imod sig, at den finansielle rapport indeholder intern viden.

Når udsteder skal indberette deres års- eller halvårsrapport i Finanstilsynets indberetningssystem (i andre sammenhænge omtalt som "Officially Appointed Mechanism" – OAM), er det obligatorisk for udsteder at angive, om den finansielle rapport indeholder intern viden. Er det tilfældet, skal udsteder også indberette en separat selskabsmeddelelse om den interne viden, som ikke blot er et duplikat af års- eller halvårsrapporten.

OAM

Transparensdirektivet kræver, at hvert EU-land opretter en opbevaringsmekanisme (Officially Appointed Mechanism – OAM) til opbevaring af og offentlig adgang til de oplysninger, som børsnoterede virksomheder offentliggør.

OAM bliver i daglig tale omtalt som Finanstilsynets indberetningssystem, indberetningsportal eller opbevaringsmekanisme.

Vær opmærksom på at EU's lovgivning om 'European Single Access Point' (ESAP) træder i kraft den 10. juli 2026. Det betyder, at OAM bliver erstattet af en ny løsning.

Ændring af offentliggørelsestidspunktet

Med vedtagelsen af listing act er der ændret i markedsmisbrugsforordningen, således at kravet om hurtigst muligt at offentliggøre intern viden ikke finder anvendelse på intern viden vedrørende midlertidige skridt i en langstrakt proces. Med ændringen indføres det, at det i en langstrakt proces kun er de endelige omstændigheder eller den endelige hændelse, der skal videregives hurtigst muligt, efter de er indtruffet. At det præciseres, at den interne viden først skal videregives, efter den er indtruffet, synes at genoplive realitetsgrundsætningen (inden markedsmisbrugsforordningen var retstilstanden i Danmark, at et forhold først var intern viden, når det var en realitet) i forhold til offentliggørelsestidspunktet (ikke i forhold til definitionen af intern viden). EU-Kommissionen er tillagt beføjelser til at vedtage en delegeret retsakt på området. Reglerne finder anvendelse fra den 5. juni 2026. Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) har udarbejdet et "technical advice" til Kommissionen.

Det fremgår af ESMA's final report "Technical advice concerning MAR and MiFID II SME GM.", at: *"by protracted process is meant a series of actions, steps, or decisions spread in time which need to be performed, at least in part by the issuer, in order to achieve an intended objective or result"*.

Rapporten indeholder eksempler på langstrakte processer, og hvornår offentliggørelsespligten indtræder, herunder:

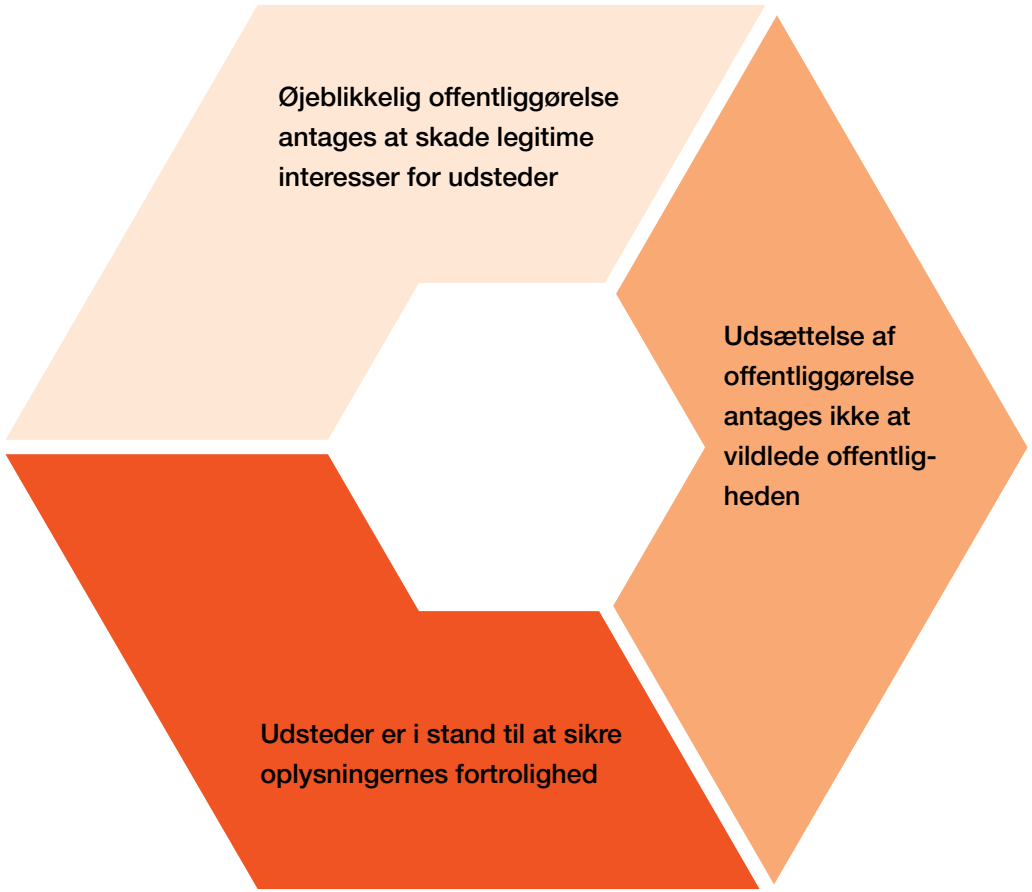
- Langstrakt proces med to private parter (fx en M&A-transaktion eller anden aftaleindgåelse) – offentliggørelsespligten indtræder, når aftalen er underskrevet, eller en anden handling med tilsvarende bindende effekt er foretaget.

- Udarbejdelse af finansielle rapporter – skal først offentliggøres, når de er anerkendt eller godkendt af udsteders styrende organ.

Til gengæld fremgår det af rapporten, at "profit warnings" og "earning surprises" ikke skal ses som værende en del af udarbejdelsen af finansielle rapporter, men som "one-off events", der skal offentliggøres, så snart de er tilgængelige for udsteder. Her er der således ikke nogen ændringer i forhold til den eksisterende retspraksis.



Udsteder skal dog være opmærksom på, at hvis den interne viden ikke kan holdes hemmelig, skal den offentliggøres. Dette svarer til kravet ved udsættelse af offentliggørelsen af 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 forhaler 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 fx på situationer, hvor offentliggørelse af igangværende forhandlinger – eller dermed forbundne elementer – må antages at påvirke disse forhandlingers 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.

Med den beskrevne ændring som følge af listing act vil flere af ovenstående eksempler på legitim interesse være at betragte som langstrakte processer, der først skal offentliggøres hurtigst muligt, efter de er indtruffet. I de tilfælde er der, efter den 5. juni 2026, derfor ikke behov for at udsætte offentliggørelsen, hvorfor der ikke længere er behov for at vurdere, om de udgør en legitim interesse. Ved Børshåndbogens redaktionelle deadline er ESMA ved at foretage høring med henblik på at ændre deres

retningslinjer, så de tager højde for den nye retstilstand.

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.

Vær opmærksom på at med listing act ændres kriterierne om, at udsættelse af offentliggørelse af intern viden ikke må vildlede offentligheden, så det fremgår, at: *"den interne viden, som udstederen eller deltageren på markedet for emissionskvoter har til hensigt at udsætte, er ikke i modstrid med den seneste offentliggjorte meddelelse eller anden form for kommunikation fra udstederen eller deltageren på markedet for emissionskvoter om samme forhold, som den interne viden vedrører".*

Ændringen er i store træk en kodificering af ESMA's praksis, men gør det tydeligt, at når muligheden for udsættelse skal vurderes, skal udsteder tage udgangspunkt i den viden, der er i markedet på baggrund af selskabets egne udmeldinger (og ikke fx analytikeres udmeldinger). Ændringen finder anvendelse fra den 5. juni 2026.

Ovenstående betyder, at retningslinjerne vedrørende legitim interesse er slettet i det udkast til retningslinjer, som ESMA, ved Børshåndbogens redaktionelle deadline, har sendt i høring.

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 politianmeldte ved beslutning af 25. januar 2018 Aalborg Boldspilklub (AaB) for overtrædelse af markedsmisbrugsforordningen. I februar 2017 havde AaB forhandlinger med en kinesisk klub om salg af spilleren, 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 rygtet i markedet om forhandlingerne og salgsprisen var så tilstrækkeligt præcist, 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 én 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 fx 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 traf beslutningen. Skemaet kan findes på Finanstilsynets hjemmeside: *www.finanstilsynet.dk/finansielle-temaer/kapitalmarked/markedsmisbrugsforordningen/udsaettelse-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 fx 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 tager 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. Det samme må formodes at gøre sig gældende, når de nye regler træder i kraft. Intern viden om en forhandling må således skulle offentliggøres hurtigst muligt efter, den er indtruffet, selv om der er indgået en fortrolighedsaftale.

4.4 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.*

Udsteder skal sikre, at oplysningerne udbredes på en sådan måde, at de i videst muligt omfang når ud til offentligheden i EU-/EØS-lande, 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 udstederens 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 kapitel 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 tilgængelige 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 værdipapirer 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

* Lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.

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".

Finanstilsynet har i sit nyhedsbrev fra juni 2025 påpeget, at udstedere skal sørge for, at de overholder kravene til offentliggørelse af intern viden. Det skal bl.a. tydeligt fremgå af en meddelelse, hvis den indeholder intern viden. Dette gælder også den meddelelse, der udsendes via nyhedsbureauer. Det er derfor ikke tilstrækkeligt, at det fremgår via kategoriseringen på Nasdaqs hjemmeside eller i Finanstilsynets indberetningssystem, OAM.

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.

4.5 Ledende medarbejderes og disses nærtståendes 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 markedsmisbrug, navnlig insiderhandel, og samtidig et vigtigt informationselement for investorerne.

Den ledende medarbejder og dennes nærtstående skal indberette transaktionerne til Finanstilsynet og give besked til udsteder. Herefter skal udsteder offentliggøre transaktionerne over for markedet.

Hvem?

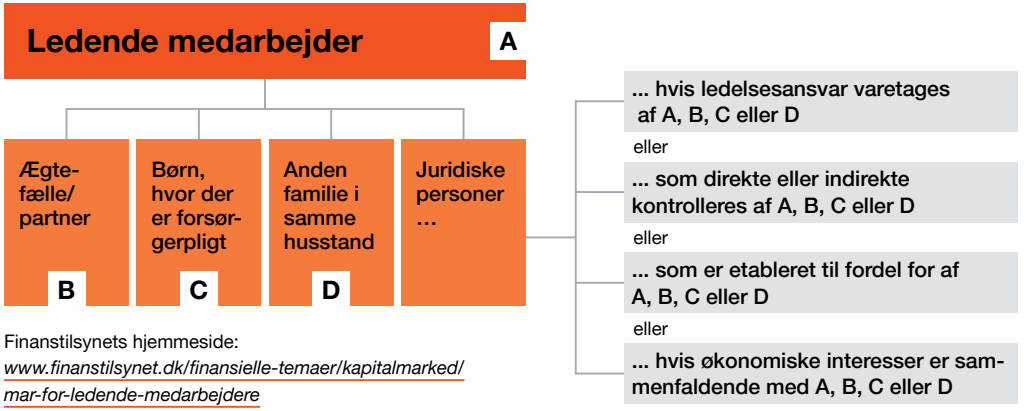
En ledende medarbejder er:

- 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 (som kan defineres ud fra min. ét af følgende forhold):
  - hvis ledelsesansvar varetages af den ledende medarbejder eller dennes nærtstående
  - som direkte eller indirekte kontrolleres af den ledende medarbejder eller dennes nærtstående
  - som er etableret til fordel for den ledende medarbejder eller dennes nærtstående
  - 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/finansielle-temaer/kapitalmarked/mar-for-ledende-medarbejdere

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 20.000 EUR, med en mulighed for de nationale myndigheder til at udvide undtagelsen op til 50.000 EUR. Grænserne er ændret med vedtagelsen af listing act fra henholdsvis 5.000 EUR og 20.000 EUR med virkning fra den 4. december 2024. I Danmark er muligheden udnyttet fuldt ud til 50.000 EUR. Grænsen er fastsat i bekendtgørelse om tærskel for indberetning af ledende medarbejderes transaktioner med virkning fra den 1. juli 2025.

Den ledende medarbejder og dennes nærtstående har således pligt til at indberette meddelelse om transaktioner, hvis kursværdien af vedkommendes transaktioner i alt i løbet af et kalenderår udgør et beløb på 50.000 EUR eller derover. Overstiges beløbsgrænsen, skal der gives meddelelse om den transaktion, hvorved beløbsgrænsen overskrides samt alle efterfølgende transaktioner i det pågældende kalenderår.

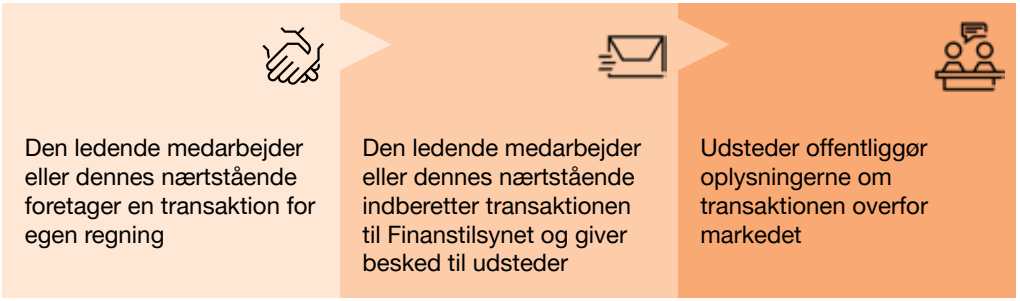
Bagatelgrænsen beregnes individuelt for den ledende medarbejder og dennes nærtstående og skal således ikke aggregeres.

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 over for 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 fx udsteder 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.



Indtil 1. januar 2025 skulle en pdf-standardformular udfyldes og indberettes i systemet. Dette er nu ændret, så blanketten udfyldes direkte i systemet i forbindelse med indberetning. Det er muligt at downloade den udfyldte blanket, så den kan sendes til udsteder.

Vær opmærksom på at EU's lovgivning om European Single Access (ESAP) træder i kraft den 10. juli 2026. Det betyder, at OAM bliver erstattet af en ny løsning.

Indberetningen 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 finansiel 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.

Med listing act er handelsforbuddet lempet. Udsteder kan således i følgende situationer give en ledende medarbejder tilladelse til at handle i den lukkede periode:

- hvis handlen ikke vedrører aktive investeringsbeslutninger fra den ledende medarbejder
- hvis handlen udelukkende er et resultat af eksterne faktorer eller handlinger fra tredjeparters side
- hvis handlen er baseret på forud fastsatte vilkår.

Disse ændringer til markedsmisbrugsforordningen trådte i kraft den 4. december 2024.

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

Ledende medarbejdere skal skriftligt underrette deres nærtstående om deres forpligtelser.

4.6 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 fx 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.

Indberetning og offentliggørelse

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

- Meddelelse til selskabet:
  - Der gælder ikke nogen formelle krav til meddelelsen til selskabet. Meddelelsen skal i henhold til § 15 i storaktionærbekendtgørelsen bl.a. indeholde oplysninger om ændringen i stemmerettigheder, datoen for hvornår grænserne er nået eller krydset og identifikation på aktionæren.

- Meddelelse til Finanstilsynet:
  - Indberetning til Finanstilsynet skal ske via Finanstilsynets indberetningssystem (OAM). Indtil 1. januar 2025 skulle en pdf-standardformular udfyldes og indberettes i systemet. Dette er nu ændret, så blanketten udfyldes direkte i systemet i forbindelse med indberetning. Det er muligt at downloade den udfyldte blanket, så den kan sendes til udsteder. Der kan findes information om indberetning på Finanstilsynets hjemmeside: *www.finanstilsynet.dk/finansielle-temaer/kapitalmarked/storaktionaer/indberetning-for-storaktionaerer*

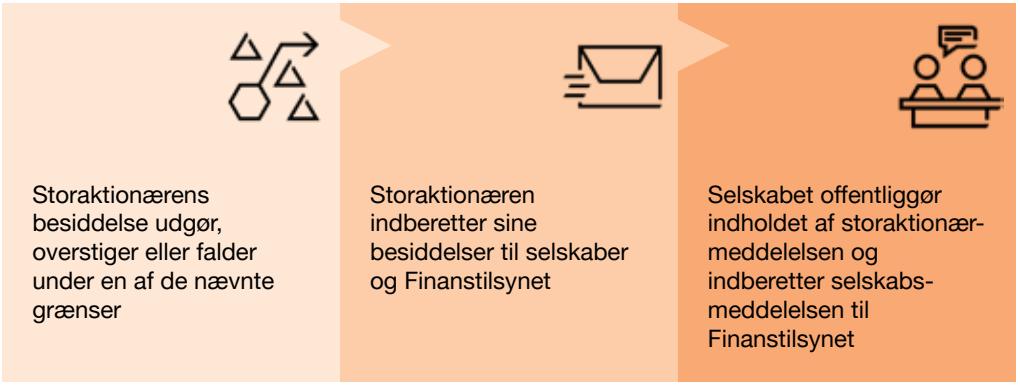
Vær opmærksom på at EU's lovgivning om 'European Single Access' (ESAP) træder i kraft den 10. juli 2026. Det betyder, at OAM bliver erstattet af en ny løsning.

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

- Meddelelse til markedet:
  - sker via de kanaler, udsteder benytter til øvrige selskabsmeddelelser.

- Meddelelse til Finanstilsynet:
  - 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.





5.1 Insiderhandel **47**

5.2 Uretmæssig videregivelse af intern viden **48**

5.3 Markedsmanipulation **50**

5.4 Insiderlister **52**

5.5 Markedssonderinger **57**

5.6 Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter **58**

5. Markedsmisbrug

Et integreret, effektivt og gennemsigtigt finansielt marked forudsætter markedsintegritet. Det er en betingelse for økonomisk vækst og velstand, at værdipapirmarkederne fungerer gnidningsløst, og at offentligheden har tillid til markederne.

Markedsmisbrug er ulovlig adfærd, primært omfattende insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation, som skader de finansielle markeders integritet og offentlighedens tillid til værdipapirer.

5.1 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 fx køb eller salg af finansielle instrumenter, herunder aktier og obligationer. 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 kvalificeres som intern viden. Det er således ikke et krav, at personen ved, at der er tale om intern viden.

Hvad?

Forbuddet gælder for i) finansielle instrumenter, der er optaget (eller for hvilke der er anmodet om optagelse) til handel på et reguleret marked, en multilateral handelsfacilitet, herunder et SMV-vækstmarked, eller en organiseret handelsfacilitet, eller ii) 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 differencekontrakter.

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 oplister 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 fx tilfældet, når juridiske personer har etableret, gennemført og opretholdt tilstrækkelige 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 fx 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 indgået, før den pågældende person kom i besiddelse af intern viden. Der skal være tale om en forpligtelse, hvorfor bestemmelsen bl.a. 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 vide. Dette er især tilfældet, hvis aftalemodparten også er i besiddelse af den interne viden, så der er informationsparitet.

Sager

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 DKK.

Person A blev idømt 30 dages ubetinget fængsel for uberettiget videregivelse af intern viden (se afsnit 5.2 *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 DKK konfiskeret.

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

5.2 Uretmæssig videregivelse af intern viden

Det er forbudt uretmæssigt at videregive intern viden. Forbuddet er en del af forbuddet mod insiderhandel og dækker over den situation, hvor en person deler sin informationsfordel ved fx 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 fx 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, hvorved 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. Desuden 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 medarbejdere 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 markedsmisbrugsforordningen).

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.

Finanstilsynets vurdering var, 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/inspektion-og-afgoerelser/2019/jan/tdc-150119*.

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

5.3 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 løgnen 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. Det sker, fordi handlerne for andre investorer ligner handler mellem uafhængige parter, hvilket skader markedet. Wash trading betragtes som markedsmanipulation. Det gælder, uanset om personen handler direkte med sig selv eller fx sælger til sit eget holdingselskab.

Finanstilsynet skriver på deres hjemmeside, at købere eller sælgere af en aktie, skal være opmærksomme på, hvad de allerede har lagt ind som en ordre, inden de lægger en ny ordre ind.

I december 2024 blev en person dømt for markedsmanipulation ved at have overtrådt artikel 15 i markedsmisbrugsforordningen.

Den dømte havde i 48 tilfælde over en længere periode handlet på tværs af egne depoter. Handlerne repræsenterede ikke modsatrettede interesser. Der var dermed tale om såkaldte simple "wash trades".

Da markedet ikke kunne se, at samme person både var køber og sælger i handlerne, sendte handlerne urigtige eller vildledende signaler om udbuddet af, efterspørgslen efter eller kursen på aktierne.

Ved straffastsættelsen lagde byretten vægt på, at den pågældende ikke havde til hensigt at handle med sig selv, og at det var et førstegangstilfælde. Som følge af dette udmålte byretten en bøde på 50.000 DKK.

Byretten fandt ikke, at der var grundlag for at nedsætte bødens størrelse som følge af personens høje alder eller indtægtsforhold.

Flytning af depot

En investor, der ønsker at flytte værdipapirer fra et depot til et andet, fx ved skift af bank, eller fra eget depot til en ægtefælles, samlevers eller barns depot eller til et depot tilhørende et selskab, som investoren ejer, skal være opmærksom på reglerne. En mulighed er ifølge Finanstilsynet at betale banken for at foretage flytningen, som derved sker 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, 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 den kurs, der kunne handles til i bankens handelssystem, 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, der anses for at være markedsmanipulation, anfører markedsmisbrugsforordningen udnyttelse af adgang til medier ved at udsende en meningstilkendegivelse 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 at oplysningen i artiklerne om, at aktieanalytikeren 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 forventedes at blive 655 DKK pr. aktie. Tiltalte blev kendt skyldig i kursmanipulation, da handlingen var egnet til at påvirke kursen på NeuroSearchs aktier.

I september 2025 blev en person ved en tilståelsessag dømt for at overtræde artikel 15 i markedsmisbrugsforordningen.

Personen havde i forbindelse med børsnoteringen af en tech-virksomhed, som vedkommende var direktør for, både før og under udbudsperioden fortalt i interviews, at vedkommende var neuroforsker og havde en masteruddannelse i neurovidenskab. Det viste sig ikke at være rigtigt. Personen offentliggjorde også flere videoer på bl.a. YouTube og LinkedIn om selskabet i udbudsperioden.

Finanstilsynet, som politianmeldte personen, fandt, at der var tale om udbredelse af urigtige oplysninger, som gav urigtige eller vildledende signaler til markedet om tech-virksomhedens aktie, hvilket kunne påvirke investorernes investeringsbeslutning.

Vedkommende blev idømt 60 dages fængsel. Retten har ved strafudmålingen lagt vægt på handlingernes art og antal. Som formildende omstændighed har retten lagt vægt på, at tiltalte har tilstået forholdene.

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.

5.4 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, 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.

Udsteder skal være opmærksom på, at forpligtelsen til at oprette en hændelsesbaseret insiderliste gælder, uanset at den interne viden offentliggøres hurtigst muligt. Det samme gælder i den situation, hvor den interne viden bortfalder, inden den er blevet offentliggjort.

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 til som "eksterne rådgivere") til at føre insiderlister. Disse har en selvstændig forpligtelse til at føre en separat insiderliste over de personer, der som følge af den eksterne rådgiver har adgang til intern viden. 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, og give kontaktpersonen de relevante oplysninger, jf. afsnittet "*Skriftlig anerkendelse fra insideren*". Det fremgik tidligere af Finanstilsynets hjemmeside, at pligten til at føre en insiderliste i egenskab af "ekstern rådgiver" ikke gjaldt for en revisor i sit virke som offentlighedens tillidsmand. Sætningen er imidlertid blevet slettet. Således skal revisor altid betragtes som at handle på udsteders vegne eller for udsteders regning og har således altid en selvstændig forpligtelse til at føre en insiderliste, når vedkommende bliver påført en insiderliste hos udsteder.

Hvordan?

Der er udarbejdet et fælles EU-format til udarbejdelse af insiderlisterne. Formatet kan ses i Kommissionens gennemførelsesforordning for så vidt angår formatet for insiderlister og deres ajourføring.

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 den kompetente myndighed.



Hændelsesbaserede insiderliste

Som udgangspunkt skal der oprettes en separat sektion på 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.

Finanstilsynet har i nyhedsbrevet "Husk insiderlister – uanset offentliggørelse af intern viden" præciseret, at udsteder skal udarbejde en insiderliste, når der opstår intern viden, også selvom udstederen planlægger at offentliggøre den interne viden hurtigst muligt.

I nyheden skriver Finanstilsynet, at de tidligere havde den vurdering, at udsteder alene kunne blive undtaget fra at føre en insiderliste, hvis de personer, der havde adgang til den interne viden, allerede fremgik af udsteders permanente insiderliste. På baggrund af en svensk sag har Finanstilsynet ændret vurdering, så udsteder altid skal udarbejde hændelsesbaserede insiderlister.

Det betyder, at udsteder skal oprette den hændelsesbaserede insiderliste, men alene påføre personer på listen, hvis de ikke allerede figurerer på udsteders permanente insiderliste, jf. nedenfor. Udsteder kan således have en tom hændelsesbaseret insiderliste, men har på den måde vurderet, om der er andre personer, end dem der fremgår af den permanente insiderliste, som besidder den pågældende interne viden. PwC anbefaler at notere i forbindelse med insiderlisten, at der ikke er andre personer end dem, der allerede figurerer på udsteders permanente insiderliste, som besidder den specifikke interne viden.

Den hændelsesbaserede insiderliste skal udarbejdes efter nedenstående skema.

Hændelsesbaseret insiderliste: Beskrivelse af kilden til den specifikke interne viden:

Insiderens **fornavn(e)**	Insiderens **efternavn(e)**	Insiderens **fødenavn(e)** (hvis relevant	**Arbejdstelefonnummer eller -numre** (direkte fastnetnummer og mobilnummer)	**Virksomhedens navn og adresse**	**Hverv og begrundelse for insiderstatus**	**Opnået** (dato og tidspunkt for, hvornår insideren fik adgang til den interne viden)	**Ophørt** (dato og tidspunkt for, hvornår insideren ikke længere havde adgang til den interne viden)	**Nationalt ID-nummer** (hvis relevant)	**Fødselsdato**	**Fuldstændig privatadresse:** (gadenavn, husnummer, by, postnummer, land)	**Private telefonnumre** (hjemme- og mobilnumre)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[Numre (uden mellemrum)]	[Adresse på udsteder/ deltager på markedet for emissionskvoter/ auktionsplatform/auktionsholder/ auktionstilsynsførende eller på den person, der handler på deres vegne eller for deres regning]	[Tekst, der beskriver den pågældendes rolle og hverv 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]	[åååå.mm. dd]	[Tekst]	[Numre (uden mellemrum)]

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. Det fremgår af præamblen til Kommissionens gennemførelsesforordning, at muligheden for at udarbejde den permanente insiderliste som en supplerende sektion er for at undgå flere registreringer af de samme personer i forskellige sektioner på insiderlisten.

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 bortset fra oplysninger om hændelsen. Derudover skal det fremgå, hvornår insideren er blevet inkluderet i den permanente sektion.

Den permanente insiderliste skal udarbejdes efter nedenstående skema.

Permanent insiderliste:

Insiderens **fornavn(e)**	Insiderens **efternavn(e)**	Insiderens **fødenavn(e)** (hvis relevant	**Arbejdstelefon-nummer eller -numre** (direkte fastnetnummer og mobilnummer)	**Virksomhedens navn og adresse**	**Hverv og begrundelse for insider-status**	**Inkluderet** (dato og tidspunkt for, hvornår insideren blev inkluderet i den permanente insidersektion)	**Nationalt ID-nummer** (hvis relevant)	**Fødselsdato**	**Fuldstændig privatadresse:** (gadenavn, husnummer, by, postnummer, land)	**Private telefon-numre** (hjemme- og mobilnumre)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[Numre (uden mellemrum)]	[Adresse på udsteder eller på den person, der handler på dennes vegne eller for dennes regning]	[Tekst, der beskriver den pågældendes rolle og hverv og begrundelse for, at den pågældende er på listen]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[Nummer og/eller tekst]	[åååå.mm. dd]	[Tekst]	[Numre (uden mellemrum)]

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.

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.

SMV-vækstmarked insiderliste

Insiderens **fornavn(e)**	Insiderens **efternavn(e)**	Insiderens **fødenavn(e)** (hvis relevant	**Arbejdstelefonnummer eller -numre** (direkte fastnetnummer og mobilnummer)	**Virksomhedens navn og adresse**	**Hverv og begrundelse for insiderstatus**	**Opnået** (dato og tidspunkt for, hvornår insideren fik adgang til den interne viden)	**Ophørt** (dato og tidspunkt for, hvornår insideren ikke længere havde adgang til den interne viden)	**Nationalt ID-nummer** (hvis relevant) ellers **fødselsdato**	**Fuldstændig privatadresse:** (gadenavn, husnummer, by, postnummer, land) (hvis tilgængelig på tidspunktet for den kompetente myndigheds anmodning)	**Private telefonnumre** (hjemme- og mobilnumre) (hvis tilgængelige på tidspunktet for den kompetente myndigheds anmodning)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[Numre (uden mellemrum)]	[Udsteders adresse]	[Tekst, der beskriver den pågældendes rolle og hverv og begrundelse for, at den pågældende er på insiderlisten]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[åååå-mm-dd, tt:mm UTC]	[Nummer og/eller tekst eller åååå-mm-dd for fødselsdatoen]	[Tekst]	[Numre (uden mellemrum)]

Som følge af listing act er insiderlisterne blevet simplificeret. ESMA har lavet et forslag til udformningen. Hvis EU-Kommissionen følger forslaget, skal insiderlisten udarbejdes efter nedenstående skema.

Hændelsesbaseret insiderliste og insiderliste for SMV-vækstmarkeder

First name(s) of the insider	**Surname(s)** of the insider	**Professional telephone number(s)** (work direct telephone line and work mobile numbers)	**Function and reason for being insider** (including company details in case of third-party service providers)	**Obtained** (the date and time at which the insider obtained (regular) access to the inside information)	**Ceased** (the date and time at which the insider ceased to have (regular) access to the inside information)	**National Identification Number** (if applicable) or otherwise **Date of Birth**
[Text]	[Text]	[Numbers (no space)]	[Text describing role, function and reason for being on this list]	[yyyy-mm-dd, hh:mm UTC]	[yyyy-mm-dd, hh:mm UTC]	[Number and/or text or yyyy-mm-dd for the date of birth]

Permanent insiderliste

First name(s) of the insider	**Surname(s)** of the insider	**Professional telephone number(s)** (work direct telephone line and work mobile numbers)	**Function and reason for being insider** (including company details in case of third-party service providers)	**Included** (the date and time at which the insider was included in the permanent insider section)	**National Identification Number** (if applicable) or otherwise **Date of Birth**
[Text]	[Text]	[Numbers (no space)]	[Text describing role, function and reason for being on this list]	[yyyy-mm-dd, hh:mm UTC]	[Number and/or text or yyyy-mm-dd for the date of birth]

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.

5.5 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 fx 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 jævnligt 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 habour"-reglerne:

- Vurdering af om oplysninger, som videregives, er intern viden:
  - Udsteder skal inden markedssonderingen nøje overveje, om den vil medføre videregivelse af intern viden.
  - Udsteder skal skriftligt notere sin konklusion og sine begrundelser.

- Kommunikation af standardoplysninger til personer, som modtager markedssonderingen:
  - Udsteder skal give potentielle investorer visse standardoplysninger og indhente specifikke samtykker, uanset om udsteder vurderer, at markedssonderingen medfører videregivelse af intern viden.
  - 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:
  - 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:
  - Udsteder skal udarbejde en optegnelse over standardoplysningerne og de samtykker, som er modtaget.

- Markedsdeltagere, der videregiver viden, skal udarbejde en liste over alle potentielle investorer, som har meddelt, at de ikke ønsker at modtage markedssonderinger.
- Udsteder skal desuden registrere al kommunikation, som udsteder og deltagerne måtte have.
- 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 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, ikke som en markedssondering. Det samme gælder kommunikation fra enhver person, der i en sådan situation handler på udstederens vegne eller for udsteders regning.

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 5.2 *Uretmæssig videregivelse af intern viden*).

5.6 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 markedsmisbrug (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 det 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:
  - Oplysninger om formål, som skal være begrænset til én 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.
  - Oplysning om det maksimale pengebeløb, der kan anvendes.
  - Oplysning om det maksimale antal aktier, der kan erhverves.
  - Programmets løbetid.
- Løbende indberetning til kompetent myndighed for det mest relevante marked.
- Løbende offentliggørelse af transaktioner i samlet form.
- Handelsbetingelser:

- Aktierne skal købes af udstederen på en markedsplads, hvor aktierne er optaget til handel eller handles.
- Ordrer må ikke afgives eller ændres under en auktionsfase, medmindre aktierne udelukkende handles på en markedsplads via auktioner.
- 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.
- Udsteder må på en handelsdag højst købe 25 % af den gennemsnitlige daglige aktiemængde på markedspladsen.

- Handelsbegrænsninger:
  - 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.

Finanstilsynet har i nyhedsbreve omtalt deres undersøgelse af aktietilbagekøbsprogrammer. På baggrund af undersøgelserne opfordrer Finanstilsynet til, at udstederne afsætter tid og ressourcer til at sikre overensstemmelse mellem aktietilbagekøbsprogrammerne og safe harbour-regimet. Baseret på erfaringerne med eksekveringen af et aktietilbagekøbsprogram er en tæt dialog mellem udsteder og udsteders finansielle formidler nødvendig.

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:
  - Stabiliseringen skal være begrænset til 30 dage efter udbuddets afslutning eller tildelingstidspunktet.

- Offentliggørelse forud for stabilisering:
  - 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 offentliggørelse af stabiliseringstransaktionerne.

- Offentliggørelse efter stabiliseringen:
  - Oplysninger om stabiliseringen, om der blev foretaget stabilisering, tidspunkt for stabiliseringen og kursinterval.
  - Der skal ske indberetning af handlerne til den kompetente 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 markedsmisbrug. Hermed skal forstås, at det ikke er en overtrædelse af markedsmisbrugsforordningen ikke at overholde kravene i undtagelsesbestemmelserne. Til gengæld skal udsteder være opmærksom på, at undtagelserne ikke finder anvendelse, hvorfor udsteder risikerer at overtræde markedsmisbrugsbestemmelserne ved at foretage de pågældende handler.



6.1 Aktier/gæld **61**

6.2 Prospektregler **61**

6. Kapitalfremskaffelse

Hvis et kapitalselskab får behov for yderligere kapital efter stiftelsen, kan ejerne foretage en kapitalforhøjelse i selskabet. Derved øges selskabets nominelle kapital, hvilket resulterer i en forøgelse af selskabets egenkapital, og provenuet fra udbuddet af de nye aktier kan bruges til selskabets vækstbehov.

Alternativt kan selskabet vælge at udstede virksomhedsobligationer, som er en låneaftale mellem investorerne og udsteder. Herved skaffes kapital ved udbuddet af obligationerne i form af fremmedkapital. I modsætning til udbuddet af aktier skal obligationerne dog indløses igen, hvorfor selskabet skal være klar med tilstrækkelig kapital, når obligationerne har udløb.

6.1 Aktier/gæld

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.

En udstedelse af obligationer kræver derimod ikke en generalforsamlingsbeslutning.

6.2 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 værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, skal i udgangspunktet være opmærksomme på begge ovenstående krav. Med vedtagelsen af listing act er der imidlertid blødt op i kravene.

Der er som udgangspunkt prospektpligt, når de nye værdipapirer skal optages til handel på det regulerede marked, hvor selskabets øvrige værdipapirer er optaget til handel. Dette gælder dog ikke, hvis antallet af nye værdipapirer ikke overstiger 30 % (tidligere 20 %) af antallet af fungible værdipapirer (fx aktier af samme klasse),* der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked, beregnet over en periode på 12 måneder. Samme undtagelse gælder for værdipapirer, der stammer fra konvertering eller ombytning af andre værdipapirer eller som følge af udøvelse af rettigheder i henhold til andre værdipapirer.

Derudover gælder kravet om prospektpligt ikke ved optagelse til handel af værdipapirer, der er fungible med værdipapirer, som vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked i mindst de seneste 18 måneder forud for de nye værdipapirers optagelse til handel. Undtagelsen er betinget af, at i) de værdipapirer, der skal optages til handel på et reguleret marked, ikke udstedes i forbindelse med en overtagelse ved et ombytningstilbud, en fusion

* 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 præamblen 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".

eller en spaltning, ii) udstederen af værdipapirerne ikke er genstand for en omstrukturering eller insolvensbehandling, iii) at der udarbejdes et kort (højst 11 trykte A4-sider) informationsdokument for selskabet i overensstemmelse med bilag IX indgives i elektronisk format til hjemlandets kompetente myndighed og gøres tilgængeligt for offentligheden.

Derudover er der i udgangspunktet prospektpligt, hvis kapitalforhøjelsen foretages som et offentligt udbud. Der er her prospektpligt, medmindre udbuddet (modydelsen) er under 8 mio. EUR (grænsen er som følge af listing act hævet til 12 mio. EUR med virkning fra den 5. juni 2026). Beløbsgrænsen gælder for offentlige udbud i Danmark. Hvis der foretages udbud på tværs af grænser, skal prospektreglerne i de øvrige lande iagttages.* Derudover er rettede udbud – udbud rettet til færre end 150 personer eller rettet til kvalificerede (professionelle) investorer – undtaget fra prospektpligten for offentlige udbud.

Med ændringerne som følge af listing act** gælder de beskrevne undtagelser for optagelse til handel som noget nyt også for eventuelle udbud i forbindelse med optagelsen til handel. For 30 %-undtagelsen er det dog under forudsætning af, i) at udsteder ikke er genstand for omstrukturering eller insolvensbehandling, og ii) at der udarbejdes et kort (højst 11 trykte A4-sider) informationsdokument for selskabet i overensstemmelse med bilag IX, som indgives i elektronisk format til hjemlandets kompetente myndighed og gøres tilgængeligt for offentligheden.

		Optagelse til handel på et reguleret marked		
		Nye værdipapirer udgør < 30 % af antallet af fungible værdipapirer	Nye værdipapirer udgør > 30 % af antallet af fungible værdipapirer	Eksisterende værdipapirer har været optaget til handel > 18 mdr.
Udbud	Offentligt udbud > 8 mio. EUR[2]	Ikke prospektpligt*	Prospektpligt	Ikke prospektpligt[1]
	Offentligt udbud i DK < 8 mio. EUR[2]	Ikke prospektpligt	Prospektpligt	Ikke prospektpligt[1]
	Rettet emission	Ikke prospektpligt	Prospektpligt	Ikke prospektpligt[1]

[1] Kræver et dokument jf prospektforordningen bilag IX.
[2] Grænsen er ændret til 12 mio. EUR ved listing act med virkning fra den 5. juni 2026.

* Grænserne er ændret ved listing act med virkning fra den 5. juni 2026. Grænsen hæves fra 8 mio. EUR til 12 mio. EUR med mulighed for medlemsstaterne til at nedsætte den til 5 mio. EUR. Grænsen i DK hæves til 12 mio. EUR.

** Fandt anvendelse fra den 4. december 2024.

Prospektpligt for selskaber optaget til handel på en MHF

Selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, skal alene være opmærksom på prospektpligten for offentlige udbud, jf. ovenfor, da der ikke er prospektpligt for optagelse til handel på en multilateral handelsfacilitet. Med den beskrevne ændring som følge af listing act kan udstedere med værdipapirer optaget til handel på et SMV-vækstmarked gøre brug af 30 %-undtagelsen ved offentlige udbud og undtagelsen for udstedere, der har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder. Ved brug af undtagelserne gælder de samme betingelser som beskrevet ovenfor.

Indholdskrav

EU-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.

Herunder er nogle af prospekttyperne beskrevet. Standardprospektet er beskrevet i afsnit 3.3 *Prospekt*.

Vækstorienteret EU-udstedelsesprospekt
Det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt skal gøre det lettere for især små og mellemstore selskaber at anvende kapitalmarkedet.

Det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt har med virkning fra den 5. marts 2026 afløst EU-vækstprospektet, med det formål at gøre kravene mere lempelige, så børsdokumentationen bliver endnu mindre kompleks og besværlig for SMV'er .

Et vækstorienteret EU-udstedelsesprospekt kan udarbejdes af følgende personer i forbindelse med et udbud til offentligheden, hvis de ikke har værdipapirer

optaget til handel på et reguleret marked:

- SMV'er
- udstedere, bortset fra SMV'er, hvis værdipapirer er optaget eller skal optages til handel på et SMV-vækstmarked
- andre udstedere end dem, der er nævnt i litra a) og b), hvis den samlede aggregerede værdi af udbuddet af værdipapirer til offentligheden i Unionen er mindre end 50 mio. EUR beregnet over en periode på 12 måneder, og forudsat at sådanne udstedere ikke har nogen værdipapirer handlet på en MHF og har et gennemsnitligt antal ansatte i det foregående regnskabsår på op til 499
- udbydere af værdipapirer, der er udstedt af de udstedere, som er omhandlet i litra a) og b).

Et vækstorienteret EU-udstedelsesprospekt, der vedrører aktier, må være på højst 75 trykte A4-sider og skal være udformet og opstillet således, at det er letlæseligt, med brug af en læsbar skriftstørrelse.

Ved opgørelsen af den maksimale længde tages der ikke hensyn til resuméet, oplysninger, der er integreret ved henvisning, de supplerende oplysninger, som skal gives, hvis udstederen har en kompleks regnskabshistorie eller har indgået en betydelig finansiel forpligtelse, eller de oplysninger, der skal gives i tilfælde af en væsentlig bruttoændring (proformaregnskab).

Kravene til indholdet i det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt for aktier findes i bilag 34 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980.

Kravene til indholdet i det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt for obligationer findes i bilag 35 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980.

Det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt skal altid udarbejdes som ét dokument. Dokumentet må maksimalt være 75 sider.

EU-opfølgningsprospekt

Reglerne for et EU-opfølgningsprospekt tager højde for, at informationsbehovet er mindre i prospekter, der omfatter værdipapirer, hvor udsteder er omfattet af oplysningsforpligtelser.

EU-opfølgningsprospektet har med virkning fra den 5. marts 2026 afløst prospektet for sekundære udstedelser og sekundære udbud med det formål at gøre det lettere at forstå informationen om optagelsen til handel af værdipapirerne og samtidig mindske udstedernes omkostninger og byrder.

EU-opfølgningsprospektet kan udarbejdes af nedenstående personer i tilfælde af udbud af værdipapirer til offentligheden eller optagelse til handel af værdipapirer på et reguleret marked:

- udstedere, hvis værdipapirer vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked i mindst de seneste 18 måneder, der går forud for udbuddet til offentligheden eller optagelsen til handel på et reguleret marked af de nye værdipapirer
- udstedere, hvis værdipapirer vedvarende har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder, der går forud for udbuddet til offentligheden af de nye værdipapirer
- udstedere, der anmoder om optagelse til handel på et reguleret marked af værdipapirer, der er fungible med værdipapirer, som vedvarende har været optaget til handel på et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder forud for værdipapirernes optagelse til handel
- udbydere af værdipapirer, der vedvarende har været optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked i mindst de seneste 18 måneder, der går forud for udbuddet af værdipapirer til offentligheden
- udstedere, som kun har værdipapirer, der ikke er kapitalandele, og som er optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked, har ikke lov til at udarbejde et EU-opfølgningsprospekt med henblik på optagelse til handel af værdipapirer, der er kapitalandele, på et reguleret marked.

Et EU-opfølgningsprospekt, der vedrører aktier, må være på højst 50 trykte A4-sider og skal være udformet og opstillet således, at det er letlæseligt med brug af en læsbar skriftstørrelse.

Ved opgørelsen af den maksimale længde tages der ikke hensyn til resuméet, oplysninger, der er integreret ved henvisning, de supplerende oplysninger, som skal gives, hvis udstederen har en kom-

pleks regnskabshistorie eller har indgået en betydelig finansiel forpligtelse, eller de oplysninger, der skal gives i tilfælde af en væsentlig bruttoændring (proformaregnskab).

Kravene til prospektet for EU-opfølgningsprospekt for aktier findes i bilag 30 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980.

Kravene til prospektet for EU-opfølgningsprospekt for obligationer findes i bilag 31, 32 og 33 i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980.

EU-opfølgningsprospektet for aktier skal altid være ét dokument, der maksimalt må være 50 sider.

EU-opfølgningsprospektet for obligationer kan derimod udarbejdes som ét dokument, eller som et registreringsdokument og værdipapirnote som særskilte dokumenter.

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 og værdipapirerne – bl.a. 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.

Et aktieprospekt 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 finansiel forpligtelse", fx i form af et eller flere tilkøb, der endnu ikke er gennemført på tidspunktet for prospektet.

Der er tale om en betydelig finansiel forpligtelse, hvis tilkøbet/tilkøbene medfører en væsentlig bruttoændring, hvilket vil sige en variation på over 25 % i forhold til én eller flere indikatorer for størrelsen af udsteders virksomhed. Det må formodes, at samme kriterium kan benyttes som rettesnor ved vurdering af kompleks regnskabshistorie, omend Finanstilsynet har meldt ud, at der ikke gælder en procentgrænse for fastlæggelse af kompleks regnskabshistorie. Se mere i afsnit 14.7 *Kompleks regnskabshistorie og betydelig finansielle forpligtelser.*

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

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

Læs mere om kravene til de finansielle oplysninger i prospektet i kapitel 14.

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 fire til fem gennemgange hos Finanstilsynet, hvor der til både første gennemgang samt efterfølgende gennemgange skal afsættes ti arbejdsdage. Er der tale om en børsnotering, og hvor udsteder ikke tidligere har udbudt værdipapirer til offentligheden, skal der afsættes 20 arbejdsdage til den første gennemgang. Ved de efterfølgende gennemgange skal der afsættes ti arbejdsdage til hver 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.

Efter godkendelse skal prospektet offentliggøres.

Tillægsprospekt

Se kort om reglerne for tillægsprospekter i afsnit 3.3 *Prospekt*.



7.1 Overtagelsestilbud **66**

7.2 Tilbudsdokument **68**

7. 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.

Reglerne om overtagelsestilbud regulerer både pligtmæssige overtagelsestilbud og frivillige overtagelsestilbud.

7.1 Overtagelsestilbud

Pligtmæssige overtagelsestilbud

En person skal fremsætte et pligtmæssigt overtagelsestilbud til de øvrige aktionærer i et selskab, hvis aktier er optaget til handel på et reguleret marked, når denne person 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 denne person 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 fx 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, hvis 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 fx 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 fx tilfældet, hvis flere personer har indgået en aktionæraftale, hvorefter de koordinerer stemmerne.

ESMA har udarbejdet et "public statement", hvor de behandler grænsen for 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 aktionærerne handler i forståelse.

Frister

Tilbudsgiver skal hurtigst muligt efter, at tilbudspligten er indtrådt, eller efter tilbudsgiver har truffet beslutning om at fremsætte et frivilligt tilbud, sikre, 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 at tilbudspligten er indtrådt, eller efter at 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.



7.2 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 tilbudskurs, 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 tilbudskursen, fx hvis tilbudskursen er væsentlig lavere end markedskursen.

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 bl.a. 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.



8. Short selling (kort position)

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 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 multilateral handelsfacilitet, 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 short selling-funktionen.



9.1 Aktier **72**

9.2 Gæld/obligationer **74**

9. 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 gennemskuelige 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 aktiemarkeder, Main Market (reguleret marked) og First North Growth Market (MHF), og for deres obligationsmarkeder.

9.1 Aktier

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:
  - beskrevet i afsnit 3.2 *Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav.*
- Offentliggørelse og informationskrav:
  - krav til hvilke oplysninger, der skal offentliggøres, herunder:
    - offentliggørelse af intern viden
    - oplysning om generalforsamling
    - ændringer i ledelsen
    - aftaler om forøgelse af likviditet
    - ændring i aktiekapitalen
    - aktiebaserede incitamentsprogrammer
    - optagelse til handel på andre markedspladser
    - selskabskalender, se nedenfor.
- Overvågningsaktioner:
  - under hvilke omstændigheder aktier kan komme på observationslisten, blive suspenderet eller fjernet fra handel.
- Sanktioner:
  - 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 tidspunkter 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 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 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 finansiel meddelelse (Q4-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 (dækker First North Growth Market Denmark, First North Growth Market Sweden, First North Growth Market Finland og First North Growth Market Iceland) – med tillægsregler for de enkelte markedspladser.

Reglerne indeholder krav til følgende områder:

- Optagelseskrav:
  - beskrevet i afsnit *3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav*.
- Beskrivelse af udsteder
  - beskrevet i afsnit *3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav*.
- Offentliggørelse og informationskrav
  - offentliggørelse af intern viden
  - andre offentliggørelseskrav, herunder:
    - oplysninger om generalforsamling
    - ændring i ledelsen, senior management, certified advisor, revisor og tilføjelse til likviditet
    - aktiebaseret incitamentsprogram
    - udstedelse af nye finansielle instrumenter
    - beslutning om optagelse eller sletning af selskabets værdipapirer
    - finansiel information (se nedenfor)
    - selskabskalender.
- Certified adviser
  - beskrevet i afsnit *3.2 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 *3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav*.

Selskabskalender
Udsteder skal på sin hjemmeside offentliggøre en kalender med datoer og tidspunkter 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

Finansielle rapporter – First North Growth Market
Kravene til udsteders finansielle oplysninger følger som udgangspunkt af udstederreglernes afsnit 4.3 Annual financial reports and accounting principles og afsnit 4.4 Annual financial statement release and half yearly financial reports.

Udstederreglerne (gældende fra den 1. januar 2024) indeholder ikke, som tidligere, krav til yderligere oplysninger i de finansielle oplysninger, for så vidt angår udstedere med finansielle instrumenter optaget til handel på First North Denmark.

Således fremgår det af fodnoten til afsnit 4.3 Annual financial reports and accounting principles og afsnit 4.4 Annual financial statement release and half yearly financial reports, at reglerne ikke finder anvendelse på First North Denmark.

For First North Denmark finder reglerne i supplement D, afsnit 4.3 Annual financial reports and accounting principles anvendelse.

Heraf fremgår, at udsteder skal offentliggøre en halvårsrapport og en årsrapport. Det følger af punkt 4.3.3, at al finansiel information skal udarbejdes i henhold til de regnskabsregler, der gælder for udsteder.

Udsteder skal offentliggøre årsrapporten så hurtigt som muligt og ikke senere end fire måneder efter afslutningen af det finansielle år.

Udsteder skal offentliggøre halvårsrapporten så hurtigt som muligt og ikke senere end tre måneder efter periodens afslutning.

Samme frister gælder, hvis udsteder vælger at offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse eller kvartalsrapporter.

At reglerne i afsnit 4.4 Annual financial statement release and half yearly financial reports ikke finder anvendelse på First North Denmark bevirker, at de tidligere yderligere krav til indholdet af udsteders regnskaber ikke længere gælder.

Således skal udsteder i henhold til reglerne alene udarbejde årsrapporten og halvårsrapporten i henhold til de regnskabsregler, der gælder for udsteder.

For udstedere på First North, hvor der ikke er krav om anvendelse af IFRS, skal danske udstedere således udarbejde årsrapporten i henhold til reglerne i årsregnskabsloven (medmindre de har valgt at udarbejde regnskaber efter IFRS).

I årsregnskabsloven er der imidlertid ikke regler for udarbejdelse af halvårsrapporten, hvorfor udsteder som udgangspunkt ikke er omfattet af nogle regnskabsregler for denne.

PwC anbefaler derfor, at udstedere på First North anvender kravene i delårsrapportbekendtgørelsen analogt. Delårsrapportbekendtgørelsen finder anvendelse på virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked og fastsætter krav for udarbejdelsen af halvårsrapporter.

Finansielle rapporter – First North Premier Growth Market

For udstedere på First North Premier finder udstederreglerne i kapitel *4 Disclosure and information requirements* – med nogle få undtagelser – ikke anvendelse. I stedet skal de følge reglerne for udstedere med værdipapirer optaget til handel på Nasdaq's regulerede marked (Nasdaq Main Market), "Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares".

I modsætning til reglerne på First North fremgår det ikke, at års- og halvårsrapporten skal udarbejdes i henhold til de regnskabsregler, der gælder for udsteder. Til gengæld fremgår det af udstederreglerne på First North, at udstedere på First North Premier skal udarbejde regnskaber efter IFRS, jf. ovenfor.

Det betyder samtidig, at IAS 34 om delårsrapporter skal anvendes, for så vidt angår udarbejdelsen af halvårsrapporten. Derudover anbefaler PwC, at udsteder anvender delårsrapportbekendtgørelsen, som gælder for virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked.

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 min. 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.

9.2 Gæld/obligationer

Nasdaq Copenhagen Main Market

I modsætning til aktier har Nasdaq Copenhagen deres egne udstederregler for optagelse til handel af obligationer på det regulerede marked.

Reglerne indeholder krav til følgende områder:

- Optagelseskrav:
  - beskrevet i afsnit 3.2 *Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav*.

- Offentliggørelse og informationskrav:
  - krav til hvilke oplysninger, der skal offentliggøres, herunder:
    - offentliggørelse af intern viden
    - andre offentliggørelseskrav:
      - ændringer i ledelsen
      - optagelse til handel på andre handelspladser
      - selskabskalender, jf. nedenfor
      - finansielle rapporter
      - afslutning af serier
      - generalforsamling.
    - yderligere krav til dækkede obligationer.
  - informationskrav til børsen.

- Sanktionsmuligheder:
  - mulighed for påtaler og bødestraf.

- Dispensation:
  - børsen kan under visse omstændigheder dispensere fra reglerne.

Selskabskalender

Udsteder skal offentliggøre en kalender med datoer og tidspunkt for forventet offentliggørelse af finansielle rapporter og

datoen for generalforsamlingen. Kalenderen skal offentliggøres inden afslutningen af den første måned af hvert finansielt år.

Hvis der sker ændringer til kalenderen, skal udstederen, ikke senere end en uge før den oprindelige dato, offentliggøre en meddelelse med den nye dato. Hvis der er ændringer til datoen for generalforsamlingens afholdelse, skal det offentliggøres hurtigst muligt.

Finansielle rapporter
Finansielle rapporter skal udarbejdes i overensstemmelse med de regnskabsregler, der gælder for udsteder.

Udsteder skal offentliggøre årsrapporten ikke senere end fire måneder efter afslutningen af det finansielle år.

Udsteder skal offentliggøre en halvårsrapport ikke senere end tre måneder efter halvårsperiodens afslutning. Samme tidsfrist gælder for offentliggørelsen af eventuelle kvartalsrapporter.

Nasdaq First North Bond Market

Udstederreglerne på Nasdaq First North Bond Market er fælles med de nordiske markedspladser (dækker First North Bond Market Denmark, First North Bond Market Sweden og First North Bond Market Finland) – med tillægsregler for de enkelte markedspladser.

Reglerne indeholder krav til følgende områder:

- optagelseskrav:
  - beskrevet i afsnit *3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav*
- beskrivelse af udsteder:
  - beskrevet i afsnit *3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav*
- offentliggørelse og informationskrav
- offentliggørelse af intern viden
- andre offentliggørelseskrav, herunder:
  - oplysning om generalforsamling og obligationsejermøder
  - ændringer i ledelsen
  - optagelse til handel på andre handelspladser
  - finansielle rapporter – se mere nedenfor
  - informationskrav til børsen.
- handelsregler
- sanktioner
- generelle bestemmelser
- lokale supplerende regler:
  - gælder kun for First North Bond Market Sweden.

Finansielle rapporter
Årsrapporten skal udarbejdes i overensstemmelse med de regnskabsregler, der gælder for udsteder.

Udsteder skal offentliggøre årsrapporten så hurtigt som muligt og ikke senere end tre måneder efter afslutningen af det finansielle år. Hvis årsrapporten ikke bliver offentliggjort umiddelbart efter bestyrelsens godkendelse, skal udsteder i stedet offentliggøre en årsregnskabsmeddelelse.

Udsteder skal offentliggøre halvårsrapporten så hurtigt som muligt og ikke senere end to måneder efter halvårsperiodens afslutning.

Samme frister gælder, hvis udsteder vælger at offentliggøre en kvartalsrapport (gælder ikke for eventuelle kvartalsmeddelelser).

Udstederreglerne indeholder nogle krav til indholdet af halvårsrapporter og årsregnskabsmeddelelser, herunder:

- Summarisk resultatopgørelse med sammenligningstal.
- Summarisk balance med sammenligningstal.
- Pengestrømsopgørelse med sammenligningstal.
- Opgørelse over ændringen i egenkapital i løbet af regnskabsperioden.
- Forklaring på indtjeningsudviklingen og den finansielle stilling i den seneste periode, herunder effekten af væsentlige ekstraordinære begivenheder.
- Hvis udsteder har offentliggjort forventninger, skal der følges op på disse.



10.1 Anbefalinger for god Selskabsledelse **77**

10.2 Vederlag til ledelsen **78**

10.3 Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående **81**

10. Corporate Governance

Corporate governance omfatter de strukturer, processer og regler, der sikrer ansvarlig og transparent ledelse af virksomheder med fokus på at skabe langsigtet værdi for aktionærer og øvrige interessenter.

En central del af god selskabsledelse er etablering af klare og etiske rammer for bestyrelsens og ledelsens arbejde, hvilket bl.a. indebærer gennemsigtighed omkring ledelsens vederlag.

Ledelsens vederlag skal afspejle ledelsens præstationer og samtidig balancere virksomhedens langsigtede interesser, for dermed at motivere og fastholde kompetente ledere uden at skabe interessekonflikter.

I samme ånd er håndtering af transaktioner med nærtstående afgørende for at sikre, at sådanne dispositioner foregår på markedsvilkår og under fuld åbenhed, så tilliden til selskabets ledelse bevares.

10.1 Anbefalinger for god Selskabsledelse

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 inkl. 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. Ud over 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 organiseringen anbefales det, at der nedsættes ledelsesudvalg, herunder et revisionsudvalg. Revisionsudvalget skal ud over 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 bestyrelse.

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 (incitamentsaflønning) 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 identificerer og forholder sig til de selskabsspecifikke risici og påser, at der er en effektiv risikostyring, herunder passende interne kontroller.

Anbefalingerne ændres løbende. Seneste ændring er foretaget i slutningen af 2020, hvor bl.a. 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 10.2 *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 selskabet har valgt ikke at følge anbefalingen, 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: *https://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".*

10.2 Vederlag til ledelsen

Selskabsloven indeholder krav til aktieselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, om interne processer og offentliggørelse af information til kapitalejerne 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 er omfattet 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 den til godkendelse på generalforsamlingen senest i forbindelse med børsnoteringen.

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

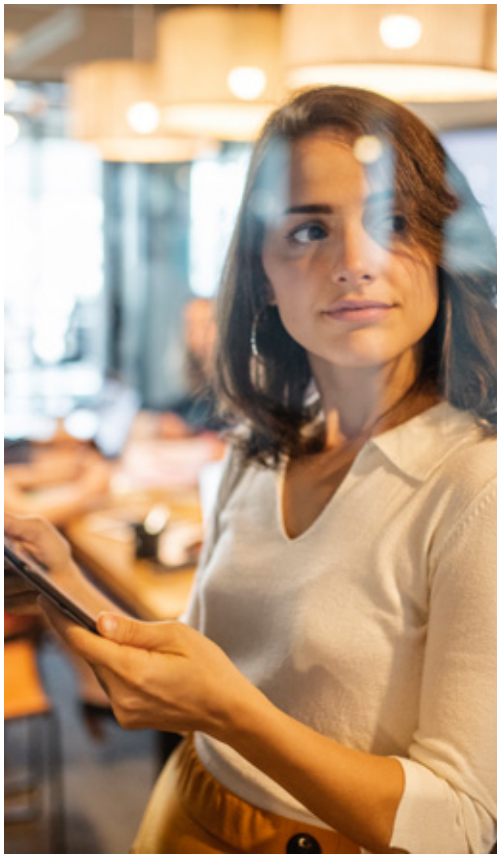
Specifikke krav til vederlagspolitikken
Vederlagspolitikken skal være klar og forståelig. Den skal bidrage til selskabets forretningsstrategi samt langsigtede interesser og bæredygtighed og skal indeholde følgende elementer:

- 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 de vigtigste elementer i tillægspensionsordninger
- en forklaring på den beslutningsproces, der anvendes ved vederlagspolitikkens 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 dennes vederlag fortsat medtages i fratrædelsesåret og i femårsoversigten over den årlige ændring i aflønning. I året efter fratræden (og i de følgende år), hvor ledelsesmedlemmet ikke modtager vederlag, er der ikke pligt til at oplyse om historisk tildelt vederlag eller 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. Det samme gør sig gældende for selskaber, der er blevet børsnoteret inden for en periode på fem år forinden tidspunktet for aflæggelsen af vederlagsrapporten. Ved aflæggelse af første årsrapport efter noteringen er der alene pligt til at give sammenligningsoplysninger for ét år i vederlagsrapporten, da det vil være første gang udsteder udarbejder en vederlagsrapport på baggrund af en vederlagspolitik efter selskabslovens §§ 139 og 139 a. Derved er der en gradvis implementering af reglerne.

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 fuldtidsækvivalenter 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. Fx 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.

10.3 Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående

Væsentlige transaktioner mellem selskabet og dets nærtstående parter skal efter selskabsloven 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?

Selskabsloven har defineret størrelsesgrænser for, hvilke transaktioner 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 resultatet 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 henholdsvis det købte/solgte gode er identiske.

Godkendelse

Det er centralt, at de relevante transaktioner godkendes i selskabets bestyrelse, inden de 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 min. 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 at 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.



11.1 Forventninger til fremtiden **84**

11.2 Beskrivelse af årets resultat **85**

11.3 Gennemsigtighed **85**

11.4 Politikker for det under-repræsenterede køn **86**

11.5 Redegørelse for politik for dataetik **89**

11.6 Redegørelse for mangfoldighedspolitik **91**

11.7 Rapportering om bæredygtighed **92**

11.8 EU's taksonomiforordning **98**

11. Ledelsesberetningen

Formålet med ledelsesberetningen er at supplere de øvrige oplysninger i årsrapporten med en retvisende redegørelse for virksomhedens, og – hvis der er udarbejdet koncernregnskab – koncernens aktiviteter og økonomiske forhold, årets resultat og virksomhedens og eventuelt koncernens finansielle stilling for hermed at medvirke til at give en bedre forståelse for og vurdering af virksomheden.

Ledelsesberetningen må ikke indeholde oplysninger, som er i strid med koncern- eller årsregnskabet. Oplysningerne i ledelsesberetningen må heller ikke give en ensidig positiv og fordrejet fremstilling af virksomheden, men skal afspejle virksomhedens reelle situation. Oplysningerne skal således være neutrale, og vurderes et forhold som relevant for regnskabsbruger, skal såvel positive som negative aspekter beskrives.

Ledelsesberetningen er en del af årsrapporten, hvorfor de grundlæggende kvalitetskrav til årsrapporten også gælder for ledelsesberetningen med de tilpasninger, der følger af beretningens natur. Det betyder fx, at ledelsesberetningen skal præsenteres på en klar og overskuelig måde med et passende afsæt i relevans og pålidelighed.

11.1 Forventninger til fremtiden

Ét af kravene til ledelsesberetningen er, at der skal indgå en beskrivelse af virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen.

Det fremgår af lovbemærkningerne, at oplysninger om den forventede udvikling som min. skal gives for det kommende regnskabsår.

Der skal så vidt muligt oplyses om niveauet for de væsentligste hovedtal, fx årets resultat og omsætning. Det er en mulighed at give oplysningerne i intervaller. Intervallerne må dog ikke være så store, at de bliver intetsigende.

Det må antages, at det vil være acceptabelt at anføre en forventning om uændret resultat eller i størrelsesordenen xx DKK. Det afgørende er, at virksomheden søger at guide læseren og ikke fremkommer med en åben udmelding som fx “mindst xx kr.” eller “et betydeligt bedre resultat”.

Erhvervsstyrelsen har i 2023 foretaget en stikprøvevis kontrol af, om virksomheder, som aflægger årsrapport efter bestemmelserne for regnskabsklasse C, har aflagt disse årsrapporter i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Erhvervsstyrelsen har bl.a. konstateret, at nogle virksomheder helt mangler at beskrive virksomhedens forventede udvikling i ledelsesberetningen. Andre virksomheder giver en for uprækcis redegørelse for den fremtidige udvikling, idet der fx alene beskrives, at virksomheden oplever en stigende efterspørgsel i markedet, eller at ledelsen ser positivt på fremtiden.

I en regnskabskontrolsag fra 2023 vedrørende en årsrapport for 2021, har Erhvervsstyrelsen påtalt, at virksomhedens konkrete oplysninger om forventninger til fremtiden ikke fremgår af ledelsesberetningen i overensstemmelse med § 99, stk. 1, nr. 5.

I årsrapporten for 2021 fremgår, at virksomhedens finansielle målsætning er at forrente egenkapitalen med 10-15 % årligt, baseret på virksomhedens investeringer i ejendomme, obligationer og kapitalandele. Desuden fremgår det, at afkastet vil variere, da der vil være udsving i virksomhedernes værdi samt årlige værdireguleringer på ejendommene.

Det er styrelsens vurdering, at virksomhe-

den ikke oplyser konkret om de forventninger, som ledelsen har til det kommende år, og at det må forventes, at virksomheden i årsrapporten i det mindste giver et bud på forventningerne i forhold til den almindelige drift og lejeindtægter på dens ejendomme.

Erhvervsstyrelsen påtalte alene forholdet, idet fejlene blev korrigeret i årsrapporten for 2022. I selskabets årsrapport for 2022 fremgår mere specificerede forventninger til 2023, herunder til nettoindtjening på ejendomme uden værdiregulering, nettoindtjening på kreditobligationer samt nettoindtjening på kapitalandele.

11.2 Beskrivelse af årets resultat

Ledelsesberetningen skal indeholde en beskrivelse af årets resultat sammenholdt med den forventede udvikling og begrunde eventuelle afvigelser i forhold til:

- den seneste offentliggjorte årsrapport for regnskabsklasse C- og D-virksomheder
- den seneste offentliggjorte udmelding for regnskabsklasse D-virksomheder.

For de regnskabsklasse C-virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på en alternativ markedsplads, og derved er omfattet af markedsmisbrugsforordningen, må det imidlertid forventes, at de også holder årets resultat op imod den seneste udmelding for den forventede udvikling, således at læseren kan følge udviklingen fra udmeldingen i sidste års årsregnskab og de i året ændrede udmeldinger vedrørende forventningerne.

Begrundelsen skal være fyldestgørende, for at regnskabsbrugeren kan forstå sammenhængen med de tidligere udmeldte forventninger. Virksomheden kan opdele opfølgningen på de hovedområder, hvor der er opstillet en forventning, med en kommentering af årsagsindvirkningen.

Loven taler om "årets resultat", men i praksis har bestemmelsen været forstået, så opfølgningen skal hænge sammen med de udmeldte forventninger. Dermed skal årets resultat ikke forstås direkte som bundlinjen i resultatopgørelsen men i stedet som det resultat, der udmeldes forventninger på, fx ordinært driftsresultat, EBITDA eller lignende.

11.3 Gennemsigtighed

Et selskab, som har én eller flere aktieklasser med tilknyttede stemmerettigheder optaget til handel på et reguleret marked i et EU-/EØS-land, skal supplere ledelsesberetningen med oplysninger, som skaber gennemsigtighed omkring selskabets forhold med det formål at fremme den frie omsætning af selskabets aktier. Oplysningerne skal omfatte følgende:

- Oplysninger vedrørende selskabets kapitalstruktur og ejerforhold, herunder:
  - Antallet af aktier med tilknyttede stemmerettigheder og deres pålydende værdi.
  - Andelen af aktier med tilknyttede stemmerettigheder, der ikke er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked i et EU-/EØS-land.
  - Specifikation af eventuelle forskellige aktieklasser ved, at antallet og pålydende værdi for hver aktieklasse angives.
  - Fulde navn og bopæl – for virksomheders vedkommende hjemstedet – samt den nøjagtige ejer- og stemmeandel for enhver, der besidder aktier i virksomheden, når aktiernes stemmeret udgør mindst 5 % af aktiekapitalens stemmerettigheder, eller hvis deres pålydende værdi udgør mindst 5 % af aktiekapitalen uden justering for virksomhedens beholdning af egne aktier, dog mindst 100 TDKK.
- Oplysninger, som er kendt af selskabet, om:
  - Rettigheder og forpligtelser, der knytter sig til hver aktieklasse – begrænsninger i aktiernes omsættelighed, fx ejerloft eller samtykkeklausuler.
  - Stemmeretsbegrænsninger, fx et stemmeloft. Oplysningskravet vedrørende disse begrænsninger omfatter både vedtægtsbestemmelser såvel som aktionæraftaler, der er kendt af virksomheden. For så vidt angår aktionæraftaler følger det af lovbemærkningerne til bestemmelsen, at der skal oplyses om aftalte begrænsninger i retten til at overdrage aktier og/eller stemmerettigheder.
- Regler for udpegning og udskiftning af medlemmer af virksomhedens øverste ledelsesorgan samt for ændring af virksomhedens vedtægter:
  - Medmindre der er særlige vedtægtsbestemmelser

herom, fremgår disse regler af selskabslovens §§ 120 og 121 for valg af bestyrelsesmedlemmer og medlemmer af tilsynsrådet samt selskabslovens §§ 104-107 for ændring af vedtægterne.

- Bestyrelsens og et eventuelt tilsynsråds beføjelser, især hvad angår muligheden for at udstede aktier eller for at erhverve egne aktier:
  - Både beføjelsen til at udstede aktier og til at erhverve egne aktier skal følge af en bemyndigelse fra generalforsamlingen, som kan gengives i ledelsesberetningen, jf. selskabslovens § 198. Set i lyset af formålet med EU-direktivet om overtagelsestilbud kan oplysningskravet fx også tænkes at omfatte generalforsamlingsbeslutninger, hvorved ledelsen specifikt tildeles beføjelser til at modarbejde potentielle overtagelsesforsøg.

- Væsentlige aftaler, som virksomheden har indgået, og som får virkning, ændres eller udløber, hvis kontrollen med virksomheden ændres som følge af et gennemført overtagelsestilbud – samt de økonomiske konsekvenser heraf:
  - Sådanne aftaler betegnes ofte under ét som "change of control"-klausuler. Oplysningerne kan dog undlades, hvis oplysningernes offentliggørelse vil være til alvorlig skade for virksomheden, medmindre virksomheden udtrykkeligt er forpligtet til at videregive sådanne oplysninger i henhold til anden lovgivning. En eventuel udeladelse skal oplyses i ledelsesberetningen, hvilket i sig selv kan give anledning til spekulationer om virksomhedens sårbarhed i tilfælde af en eventuel overtagelse.
  - Det må antages, at kompensationernes beløbsmæssige eller relative størrelse skal angives.

- Aftaler mellem selskabet og dets ledelse eller medarbejdere, hvorefter disse modtager kompensation, hvis de fratræder eller afskediges uden gyldig grund eller deres stilling nedlægges som følge af et overtagelsestilbud:
  - Som eksempler på aftaler, der er omfattet af pligten til at oplyse herom i ledelsesberetningen, kan nævnes særligt favorable fratrædelsesordninger med hensyn til opsigelsesvarsel og godtgørelser i forbindelse med selskabets overtagelse, herunder særligt favorable pensionsordninger.
  - Det må antages, at kompensationernes beløbsmæssige eller relative størrelse skal angives.

11.4 Politikker for det underrepræsenterede køn

Visse selskaber skal opstille måltal og politikker for det underrepræsenterede køn.

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

Den 19. april 2022 vedtog Folketinget lovforslaget fra den 19. november 2021 om en skærpelse af kravene for måltal og politikker for det underrepræsenterede køn. Lovændringen trådte i kraft den 1. januar 2023, hvorved dele af kravene skulle iagttages allerede fra denne dato, mens de forøgede rapporteringskrav gjaldt, da årsrapporten for 2023 skulle udarbejdes. Rapporteringskravet er efterfølgende blevet slettet igen.

Den 12. december 2024 vedtog Folketinget lov om kønsfordeling blandt ledelsesmedlemmer i visse store børsnoterede aktieselskaber (kønsbalanceloven). Med loven indføres særlige regler, og de omfattede selskaber undtages fra de eksisterende regler om måltal og politikker for det underrepræsenterede køn i selskabsloven og rapporteringskravet i selskabsloven. Reglerne i kønsbalanceloven beskrives sidst i afsnittet.

Reglerne i selskabslovens § 139 c

Hvem?

Reglerne gælder for store virksomheder (store virksomheder i regnskabsklasse C og virksomheder i regnskabsklasse D). Reglerne gælder derved for virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked (regnskabsklasse D), mens virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, kun er omfattet af reglerne, hvis de er defineret som store virksomheder i regnskabsklasse C.

Forpligtelsen til at opstille måltal og politikker angår som udgangspunkt virksomheden og ikke koncernen. Det er imidlertid præciseret i loven, at modervirksomheder, der udarbejder koncernregnskab, skal foretage beregningen på baggrund af koncernregnskabet. Det betyder, at der skal opstilles måltal og udarbejdes en redegørelse for

politikker for modervirksomheder, uagtet at modervirksomheden ikke selv opfylder størrelseskravene. Derfor kan situationen opstå, hvor fx et tomt holdingselskab aflægger koncernregnskab og dermed falder ind under reglerne.

Koncerners mulighed for at opstille måltal og udarbejde en redegørelse for koncernen som helhed er bortfaldet med lovændringen.

Det betyder endvidere, at mellemholdingselskaber, der ikke aflægger koncernregnskab, skal foretage beregningen på selskabsregnskabet i lighed med dattervselskaber og enkeltstående virksomheder.

Aktieselskaber omfattet af kønsbalanceloven er som nævnt ikke omfattet.

Undtagelse

Den såkaldte "bagatelgrænse" videreføres med lovændringen. Virksomheder, som i det seneste regnskabsår har beskæftiget færre end 50 medarbejdere, kan således undlade at opstille måltal og udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn på de øvrige ledelsesniveauer. Denne bagatelgrænse gælder derfor også for ovennævnte tomme holdingselskaber, der aflægger koncernregnskab, hvorved de blot skal opstille måltal for det øverste ledelsesorgan.

Opstilling af måltal

Der skal opstilles særskilte måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i henholdsvis den øverste ledelse (bestyrelsen) og et måltal for de øvrige ledelsesniveauer (direktion og dem, der er på linje hermed, og niveauet umiddelbart under denne gruppe).

For det øverste ledelsesorgan (bestyrelsen) er det den generalforsamlingsvalgte (for erhvervsdrivende fonde: vedtægtsudpegede) ledelse, der skal opstilles måltal for. Det betyder, at fx medarbejderrepræsentanter ikke indgår i det opstillede måltal.

Det øvrige ledelsesniveau har ikke tidligere været defineret i loven. Det har betydet, at nogle selskaber har defineret ledelse til at omfatte mange lag i virksomheden, og på den måde måske lettere har opnået ligestilling mellem kønnene. Dette ændres med lovændringen, så det bliver præcist, hvem der må tælles med, når man taler ledelse og måltal/politikker.

De øvrige ledelsesniveauer præciseres som de to ledelsesniveauer under det øverste ledelsesorgan (bestyrelsen):

- Det første ledelsesniveau vil sædvanligvis omfatte direktionen og de personer, der organisatorisk er på samme ledelsesniveau som direktionen.

- Det andet ledelsesniveau omfatter personer med personaleansvar, som refererer direkte til det første ledelsesniveau.

I mange tilfælde vil det første ledelsesniveau omfatte direktionen, eftersom der ofte ikke er andre på samme ledelsesniveau som direktionen.

Det har hidtil været frivilligt for virksomheder at ændre deres måltal for andelen af det underrepræsenterede køn, selvom man havde nået måltallet. Med lovændringen skal virksomheder fastsætte et højere måltal for andelen af det underrepræsenterede køn, hvis virksomheden opnår det fastsatte måltal, eller tidshorisonten for det tidligere opstillede måltal udløber. Dette gælder, indtil virksomheden opnår en ligelig fordeling. Denne er fortsat defineret som værende 40/60.

Det er både måltallet for det underrepræsenterede køn i henholdsvis det øverste ledelsesorgan samt måltallet for de øvrige ledelsesniveauer, der skal øges, såfremt det aktuelle måltal nås.

Opstilling af politikker

Kapitalselskaber skal udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn i kapitalselskabets øvrige ledelsesniveauer, medmindre der er en ligelig fordeling af kvinder og mænd på de øvrige ledelsesniveauer.

Dette er en videreførelse af gældende ret for så vidt angår politikker. Undtagelsen om, at virksomheder, der har en ligelig fordeling af kvinder og mænd på virksomhedens øvrige ledelsesniveauer, kan undlade at opstille måltal, er en kodificering af de gældende regler.

Tidligere rapporteringskrav

De tidligere regler i årsregnskabsloven om rapporteringspligt knyttet til selskabslovens krav om måltal og politikker for det underrepræsenterede køn er slettet med virkning for regnskabsår, der begyndte den 1. januar 2024 eller senere. Det er dog udelukkende rapporteringskravet, der er ophævet. Kravene til måltal og politikker

gælder således uændret, jf. beskrivelserne ovenfor.

For selskaber omfattet af kønsbalanceloven er rapporteringskravet erstattet af en ny bestemmelse i årsregnskabsloven.

Kønsbalanceloven

Hvem?

Reglerne finder anvendelse for aktieselskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, medmindre selskabet har i) færre end 250 medarbejdere, og ii) i et regnskabsår ikke overskrider enten en årlig omsætning på 50 mio. EUR eller en årlig samlet balance på 43 mio. EUR.

Beregningen af årlig omsætning og årlig samlet balance sker på tilsvarende vis som beregning af nettoomsætning og balancesum i henhold til årsregnskabslovens § 7 om regnskabsklasser.

Opstilling af måltal

Ligesom de hidtidige regler medfører kønsbalanceloven en pligt til at opstille måltal for bestyrelsen og de øvrige ledelsesniveauer.

Til forskel fra reglerne i selskabsloven er der for bestyrelsen krav om at opstille måltal for henholdsvis de generalforsamlingsvalgte og de medarbejdervalgte bestyrelsesmedlemmer.

Loven indebærer, at de omfattede virksomheder skal have et mål om at opnå en ligelig kønsfordeling i det øverste ledelsesorgan (som oftest bestyrelsen) senest den 30. juni 2026.

Har virksomheden ikke en ligelig fordeling senest den 30. juni 2026, skal den fastsætte en proces eller justere den eksisterende proces for udvælgelse af kandidater, herunder fastsætte fortrinsret til en kandidat af det underrepræsenterede køn, hvis denne er lige så kvalificeret.

Loven viderefører de nuværende regler, der forpligter selskaberne til at opstille måltal for det underrepræsenterede køn på selskabets øvrige ledelsesniveauer, herunder direktion og niveauet under direktionen, medmindre der allerede er ligelig kønsfordeling. Bestyrelsen skal opstille et nyt og højere måltal for andelen af det underrepræsenterede køn på de øvrige ledelsesniveauer, når selskabet har nået det tidligere opstillede måltal, eller når tidshorisonten for den forventede opfyldelse er udløbet.

Tidshorisonten for opfyldelsen af det første opstillede måltal skal være senest den 30. juni 2026.

Ligelig kønsfordeling

Kønsbalanceloven fastsætter, at der er en ligelig kønsfordeling, hvor andelen af det underrepræsenterede køn udgør det tal, der er tættest på at udgøre 40 %, dog uden at overstige 49 %.

Det adskiller sig fra selskabslovens regler, der fastsætter, at der er tale om en ligelig kønsfordeling, hvor andelen er så tæt på 40 % som muligt, dog uden at overstige 40 %.

Forskellen betyder fx, at i en bestyrelse med syv medlemmer, vil der i selskabsloven være en ligelig kønsfordeling, hvis det underrepræsenterede køn udgør to medlemmer svarende til 28,57 %, hvorimod der i kønsbalanceloven først vil være en ligelig kønsfordeling, hvis det underrepræsenterede køn udgør tre medlemmer svarende til 42,9 %.

Politikker

Det centrale ledelsesorgan skal udarbejde en politik for at øge andelen af det underrepræsenterede køn på aktieselskabets øvrige ledelsesniveauer, medmindre der er en ligelig kønsfordeling på de øvrige ledelsesniveauer.

Midler til opnåelse af måltallet i det øverste ledelsesorgan

Hvis et selskab ikke har en ligelig kønsfordeling i det øverste ledelsesorgan senest den 30. juni 2026 eller på tidspunktet efter valg til det øverste ledelsesorgan, skal det fastsætte en proces eller justere selskabets eksisterende proces for udvælgelse af kandidater til indstilling til valg til det øverste ledelsesorgan.

Dette indebærer bl.a., at selskaberne skal fastsætte klare, neutralt formulerede og utvetydige kriterier på en ikke-diskriminerende måde til brug for en sammenlignende vurdering af de enkelte kandidaters kvalifikationer. Derudover skal selskaberne sikre fortrinsstilling til kandidater fra det underrepræsenterede køn, hvis de er lige så kvalificerede som kandidater fra det overrepræsenterede køn.

Disse forpligtelser gælder også for medarbejdervalgte medlemmer af bestyrelsen. Hvis ligelig kønsfordeling ikke er opnået blandt de medarbejdervalgte senest den 30. juni 2026, skal valgudvalget sikre, at

der er retningslinjer, der sikrer, at kønsbalancen tilsvarende iagttages ved medarbejdervalg.

Oplysningspligt

Det centrale ledelsesorgan er forpligtet til at oplyse om processen for udvælgelsen af kandidater, herunder om, hvilke kriterier der gælder ved udvælgelsen af kandidater til brug for den sammenlignede vurdering, hvorvidt den sammenlignede vurdering er foretaget, og at valg af medlemmer til det øverste ledelsesorgan sker på baggrund heraf.

Oplysningerne skal angives i indkaldelsen til generalforsamlingen, hvor valg af medlemmer til det øverste ledelsesorgan er på dagsordenen, og gælder, hvis ligelig kønsfordeling ikke er opnået.

Rapporteringskrav

Selskaberne er, i henhold til den nye bestemmelse i årsregnskabsloven, underlagt en række oplysningskrav, der følger af årsregnskabsloven og således skal fremgå af ledelsesberetningen. De skal bl.a. redegøre for den aktuelle kønsfordeling i bestyrelsen og på øvrige ledelsesniveauer i ledelsesberetningen i årsrapporten samt give en status på måltal og de foranstaltninger, der er truffet for at opnå dem.

Hvis måltallene ikke er nået senest den 30. juni 2026, skal selskaberne forklare årsagen og beskrive de planlagte tiltag.

Ud over at være en del af ledelsesberetningen, skal disse oplysninger offentliggøres på en hensigtsmæssig og let tilgængelig måde på selskabets hjemmeside.

Sanktioner

Med kønsbalanceloven er der indført bøder til virksomheden, hvis:

- der ikke opstilles måltal for øvrige ledelsesniveauer
- der ikke fastsættes kriterier til vurdering af kandidaternes kvalifikationer
- der ikke udvælges kandidater til øverste ledelsesorgan på baggrund af de fastsatte kriterier
- der ikke gives fortrinsstilling til kandidater af det underrepræsenterede køn, hvis flere kandidater er lige kvalificerede med hensyn til egnethed, kompetencer og faglig præstation
- de stemmeberettigede i indkaldelsen til valg af medlemmer til øverste ledelsesorgan ikke bliver oplyst om kønsbalancelovens § 9.

Af lovbemærkningerne til kønsbalanceloven fremgår det, at første overtrædelse straffes med en bøde på op til 30.000 DKK. Anden, tredje og fjerde overtrædelse straffes med henholdsvis 60.000 DKK, 90.000 DKK og 120.000 DKK. Hvis virksomheden herefter gentagende gange overtræder samme bestemmelse, vil bødeniveauet blive fordoblet.

11.5 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 fx 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 virk-

somheder i regnskabsklasse D). Reglerne gælder derved for virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked (regnskabsklasse D), mens virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet, kun er omfattet af reglerne, hvis de er defineret som store virksomheder i regnskabsklasse C.

Finansielle virksomheder med mere end 500 ansatte, børsnoterede finansielle virksomheder samt virksomheder, der driver livsforsikringsvirksomhed samt sådanne virksomheders holding-virksomheder 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 fx omfatte en redegørelse for, hvilke typer af data virksomheden anvender, og hvordan disse data tilvejebringes. Det kan fx 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 andre data til tredjepart, kan redegørelsen også indeholde en beskrivelse af dataetiske overvejelser i denne sammenhæng.

En redegørelse kan fx 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 fx 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 forudindtagethed (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 fx de konkrete parametre virksomheden segmenterer og personaliserer på baggrund af.

Redegørelsen kan fx 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 fx 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 ledelsesmæssigt 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

Som udgangspunkt skal redegørelsen gives i selve ledelsesberetningen. En virksomhed har dog mulighed for i stedet for at give redegørelsen på virksomhedens hjemmeside. Virksomheder, der anvender denne mulighed, skal i ledelsesberetningen henvise til hjemmesiden, jf. § 99 d, stk. 4.

Uanset om virksomheden vælger at offentliggøre redegørelsen for virksomhedens politik for dataetik på virksomhedens hjemmeside, anses redegørelsen for at udgøre en del af ledelsesberetningen. Hvis redegørelsen offentliggøres på en hjemmeside, skal der være et link i ledelsesberetningen til redegørelsen, så regnskabsbrugerne let kan finde den. Redegørelsen skal være tilgængelig på hjemmesiden senest på det tidspunkt, hvor årsrapporten er tilgængelig for offentligheden, og skal dække den samme regnskabsperiode.

11.6 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 virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, når disse virksomheder i to på hinanden følgende regnskabsår på balancedagen overskrider minimum to af størrelsesgrænserne, som normalt definerer regnskabsklasse C (stor), dvs. balancesum over 195 mio. DKK, en nettoomsætning over 391 mio. DKK eller over 250 ansatte målt som gennemsnitligt antal fuldtidsbeskæftigede på årsplan.

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 køn og andre aspekter som fx alder, handicap eller uddannelses- eller erhvervsmæssig baggrund. 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.

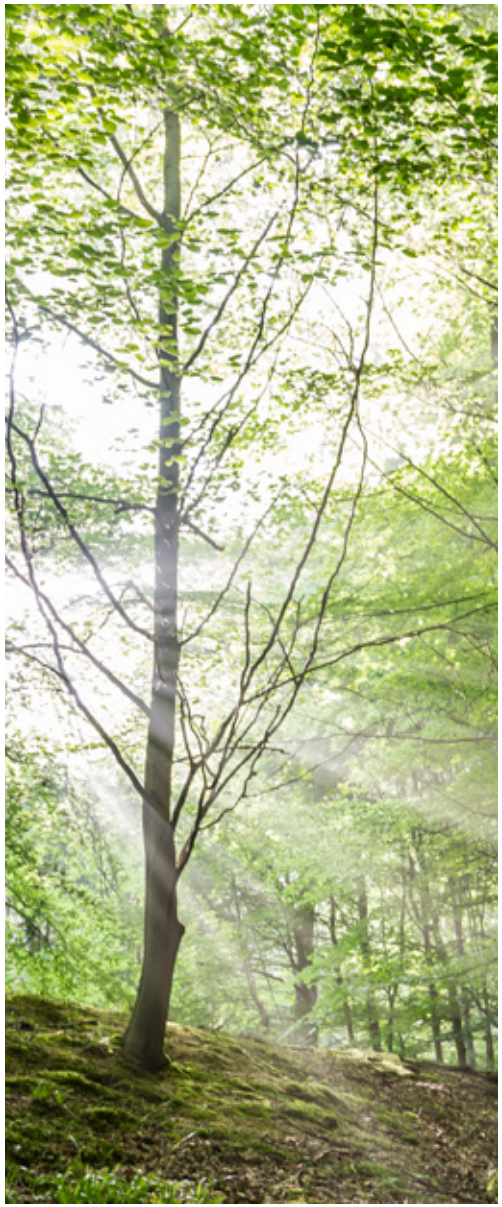
Redegørelsen skal endvidere suppleres med oplysninger om, hvordan politikken er blevet ført ud i livet, herunder oplysninger om opnåede resultater i regnskabsperioden. Ændres der i politikken, skal virksomheden oplyse om resultaterne af den politik, som var meldt ud i tidligere år, inklusive oplysninger 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, der er omfattet af bæredygtighedsrapportering i årsregnskabsloven, kan undlade at medtage oplysninger om mangfoldighed, hvis oplysningerne fremgår af virksomhedens bæredygtighedsrapportering, og der henvises hertil fra redegørelsen for virksomhedsledelse.

En virksomhed kan vælge at lave en samlet afrapportering på den kønsmæssige sammensætning (se afsnit 11.4 *Politikker 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.



11.7 Rapportering om bæredygtighed

EU's vedtagelse af "Corporate Sustainability Reporting Directive" (CSRD) i 2022 indebar omfattende krav til de børsnoterede virksomheders rapportering om bæredygtighed. Disse krav blev implementeret i dansk lovgivning med lov nr. 480 af 22. maj 2024. De indebærer en trinvis indfasning, hvor de største børsnoterede virksomheder (med værdipapirer optaget til handel på et EU-reguleret marked), som har mere end 500 ansatte – såkaldt bølge 1 – har været omfattet af kravet om bæredygtighedsrapportering efter gældende europæiske bæredygtighedsstandarder, European Sustainability Reporting Standards (ESRS) siden regnskabsåret 2024.

Nedenfor redegør vi for kravene til bæredygtighedsrapportering, som dog skal ses i lyset af såvel de allerede implementerede ændringer samt kommende ændringer, der følger af EU's omnibusforenklingspakke.

EU's omnibusforenklingspakke

For at styrke den europæiske konkurrenceevne har EU i mellemtiden igangsat arbejde med at udvikle omnibusforenklingspakker, som har til formål at reducere og forenkle de administrative byrder for europæiske virksomheder. På denne baggrund fremsatte EU-Kommissionen i februar 2025 den første omnibusforenklingspakke med lovforslag på bæredygtighedsområdet, herunder i relation til bæredygtighedsrapporteringen efter CSRD.

Denne omnibus indeholder to forslag til direktivændringer, som benævnes "stop-the-clock" og "omnibusdirektivet" (tidligere benævnt substansforslaget).

Stop the clock er vedtaget og implementeret i Danmark
Stop the clock-direktivet blev vedtaget af EU den 14. april 2025 og trådte i kraft efter offentliggørelsen i EU's Official Journal.* Direktivet er implementeret i dansk lovgivning med lov nr. 1636 af 16. december 2025 og indebærer, at rapporteringskravet er udskudt med to år for virksomheder i bølge 2 og bølge 3:

- Bølge 2 er udskudt til regnskabsår, der begynder den 1. januar 2027 eller senere. Bølge 2 omfatter øvrige store virksomheder i regnskabsklasse C og D (som ikke allerede er omfattet af bølge 1, jf. ovenfor).
- Bølge 3 er udskudt til regnskabsår, der begynder den 1. januar 2028 eller senere. Bølge 3 omfatter SMV'er i regnskabsklasse D (dvs. børsnoterede virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked).

For virksomhederne i bølge 2 og bølge 3 indføres i stedet en forlænget anvendelse af kravet om at udarbejde en redegørelse om samfundsansvar efter "gammel" årsregnskabsloven § 99 a, affattet ved lov nr. 1716 af 27. december 2018, jf. en ny § 99 b i årsregnskabslov. Det betyder, at virksomheder i bølge 2 og 3 skal udarbejde en redegørelse for samfundsansvar i regnskabsår, der begynder før den 1. januar 2027.

Omnibusdirektivet er vedtaget, men afventer implementering i Danmark
Substansforslaget indeholder bl.a. forslag om ændring af, hvilke virksomheder der omfattes af det nye krav om bæredygtighedsrapportering efter CSRD. Efter forhandlinger i EU, blev der indgået en politisk aftale i december 2025, og den endelige direktivtekst blev vedtaget af EU den 24. februar 2026, og benævnes omnibusdirektivet.**

* https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2025/794/oj

** https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2026/470/oj

Ændringerne indebærer bl.a., at langt færre virksomheder vil blive omfattet af kravet om bæredygtighedsrapportering efter CSRD, men indeholder også andre ændringer. Tabellen giver et overblik over de primære ændringer i omnibusdirektivet til kravet om bæredygtighedsrapportering efter CSRD:

Anvendelsesområde	Virksomheder, som har mere end 1.000 ansatte og mere end 450 mio. EUR i årlig nettoomsætning omfattes af kravet om at udarbejde en bæredygtighedsrapportering. Det reducerede anvendelsesområde har virkning for regnskabsår, der begynder den 1. januar 2027 eller senere.
Undtagelse for visse holdingvirksomheder (på engelsk: financial holding undertaking)	En modervirksomhed i en koncern, som opfylder definitionen for en holding-virksomhed, kan vælge at undlade at udarbejde en konsolideret bæredygtighedsrapportering. Holding-virksomheder er defineret som: *"virksomheder, der alene har til formål at erhverve kapitalinteresser i andre virksomheder samt at forvalte og udnytte disse interesser uden direkte eller indirekte at blande sig i ledelsen af nævnte virksomheder, med forbehold af de rettigheder, som holding-virksomheder besidder i deres egenskab af selskabsdeltager"*.* Det fremgår af omnibusdirektivet, at denne undtagelse kun finder anvendelse, hvis dattervirksomhederne forretningsmodeller og drift er uafhængige af hinanden.
Undtagelse for dattervirksomheder	Der indføres et udvidet anvendelsesområde for undtagelsesmuligheden for dattervirksomheder, så en børsnoteret dattervirksomhed kan undtages fra rapportering, når der kan henvises til rapportering fra en højereliggende modervirksomhed, forudsat betingelserne herfor er opfyldt.
Value chain cap	Det nye "value chain cap" gælder direkte for de virksomheder, som er omfattet af kravet om bæredygtighedsrapportering (jf. anvendelsesområdet). Det indebærer, at anmodning om information fra en aktør i virksomhedens værdikæde , som har op til 1.000 ansatte, begrænses til kravene i en fremtidig standard for frivillig rapportering. Denne standard skal vedtages af EU som en delegeret retsakt og baseres på VSME-standarden, som er udviklet af EFRAG.**
Tredjelandsrapportering	Ændrede størrelsesgrænser for kravet om tredjelandsrapportering: • den samlede koncerns nettoomsætning i EU overstiger 450 mio. EUR. • gælder for dattervirksomheder og filialer i EU, hvis omsætningen overstiger 200 mio. EUR.

* Regnskabsdirektivet (EU) 2013/24, artikel 2, nr. 15.

** https://eur-lex.europa.eu/eli/reco/2025/1710/oj/eng

Omnibusdirektivet skal implementeres i dansk lovgivning, før det får virkning for danske virksomheder. Erhvervsstyrelsen har oplyst, at lovforslaget er under udarbejdelse og forventes fremsat i Folketinget i efteråret 2026. Særligt udestår spørgsmålet om, hvilke fremtidige krav der vil være til de store danske virksomheder, der falder uden for det reducerede anvendelsesområde, samt klarhed omkring den nye undtagelse for holding-virksomheder.

Bekendtgørelse undtager visse virksomheder i bølge 1

Omnibusdirektivet indebærer bl.a., at krav om bæredygtighedsrapportering fra regnskabsår 2027 kun vil gælde for virksomheder, som har mere end 1.000 ansatte og mere end 450 mio. EUR (ca. 3.530 mio. DKK) i årlig nettoomsætning.

For regnskabsårene 2025 og 2026 er virksomheder i bølge 1 som udgangspunkt fortsat omfattet af kravet om bæredygtighedsrapportering efter CSRD/ESRS. På baggrund af en option i omnibusdirektivet, har erhvervsministeren den 24. februar 2026 udstedt bekendtgørelse nr. 328 af 24. februar 2026, der undtager visse virksomheder i bølge 1.

Bekendtgørelsen undtager virksomheder i bølge 1 fra kravet om bæredygtighedsrapportering for regnskabsårene 2025 og 2026, hvis virksomheden i to på hinanden følgende regnskabsår på balancetidspunktet ikke overskrider mindst én af følgende størrelsesgrænser:

1) en nettoomsætning på 3.530 mio. DKK

2) et gennemsnitligt antal fuldtidsbeskæftigede i regnskabsåret på 1.000.

Virksomhederne undtages fra kravet om bæredygtighedsrapportering efter CSRD/ESRS ("ny" årsregnskabslov § 99 a), men omfattes i stedet af kravene i "gammel" årsregnskabslov § 99 a (redegørelse om samfundsansvar).

Det bemærkes, at virksomheder, der udnytter denne mulighed og dermed undlader at udarbejde en bæredygtighedsrapportering, ikke er undtaget for kravet om EU-taksonomirapportering. Det betyder, at virksomheden fortsat skal udarbejde EU-taksonomirapportering for regnskabsårene 2025 og 2026.

Hvem?

Rapporteringskrav og tidsramme afhænger af størrelsen af de omfattede virksomheder, hvor alle store virksomheder og alle virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et EU-reguleret marked er omfattet efter det nuværende anvendelsesområde. EU's omnibusforenklingspakke indebærer en væsentlig reduktion i anvendelsesområdet for regnskabsår, der starter den 1. januar 2027 eller senere.

De omfattede virksomheder bliver trinvist omfattet af de nye krav, jf. den trinvise implementering i CSRD. Den foreløbige danske implementering af EU's omnibusforenklingspakke udskyder imidlertid rapporteringskravet for bølge 2 og bølge 3 og visse virksomheder i bølge 1:

Bølge 1: Store virksomheder med mere end 500 ansatte i regnskabsklasse D (dvs. børsnoterede virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked) skal rapportere i 2025 for regnskabsåret, der starter den 1. januar 2024 eller senere.

- Visse virksomheder i bølge 1 er udskudt til regnskabsår, der begynder den 1. januar 2027 eller senere. Dette følger af en ny bekendtgørelse og gælder, hvis virksomheden ikke overskrider mindst én af følgende størrelsesgrænser:

  1. en nettoomsætning på 3.530 mio. DKK

  2. et gennemsnitligt antal fuldtidsbeskæftigede i regnskabsåret på 1.000.

Bølge 2: Øvrige store virksomheder i regnskabsklasse C og D (som ikke allerede er omfattet, jf. ovenfor) skal rapportere i 2026 for regnskabsåret, der starter den 1. januar 2025 eller senere.

- Bølge 2 er udskudt til regnskabsår, der begynder den 1. januar 2027 eller senere.

Bølge 3: SMV'er i regnskabsklasse D (dvs. børsnoterede virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked) skal rapportere i 2027 for regnskabsåret, der starter den 1. januar 2026 eller senere.

- Bølge 3 er udskudt til regnskabsår, der begynder den 1. januar 2027 eller senere.

Bølge 4: Tredjelandsvirksomheder med en stor dattervirksomhed eller filial i EU, der på koncernniveau har en samlet nettoomsætning i EU, der overstiger 150 mio. EUR,

skal rapportere i 2029 for regnskabsåret, der starter den 1. januar 2028 eller senere.

- Omnibus-direktivet indebærer ændrede størrelsesgrænser for kravet om tredjelandsrapportering.

- Vedrørende filialer gælder det, at filialens nettoomsætning oversteg 40 mio. EUR i det foregående regnskabsår.

En dattervirksomhed kan henvise til en højereliggende modervirksomheds konsoliderede bæredygtighedsrapportering, hvis betingelserne herfor er opfyldt. Denne undtagelse gælder dog ikke for store børsnoterede dattervirksomheder indtil 2027, hvor omnibusdirektivet ændrer undtagelsesmuligheden, så det fremover også gælder for alle børsnoterede dattervirksomheder. Der henvises til PwC's Regnskabshåndbog 2026 for yderligere beskrivelse af undtagelsesmuligheden og betingelserne herfor.

Præsentation

Bæredygtighedsrapporteringen skal gives i ledelsesberetningen og skal udgøre et særskilt afsnit, som tydeligt kan identificeres. Det betyder, at den hidtidige mulighed for at placere redegørelsen for samfundsansvar på virksomhedens hjemmeside eller i en supplerende beretning ikke længere er mulig for en bæredygtighedsrapportering efter CSRD/ESRS.

Europæiske standarder for bæredygtighedsrapportering

Kravene i årsregnskabsloven § 99 a sætter de overordnede rammer for bæredygtighedsrapporteringen, mens de specifikke oplysningskrav, som virksomhederne skal opfylde, fremgår af de gældende europæiske bæredygtighedsstandarder (European Sustainability Reporting Standards, ESRS). ESRS er vedtaget i EU som delegerede forordninger og finder direkte anvendelse for danske virksomheder i takt med, at virksomhederne omfattes af kravet om bæredygtighedsrapportering, jf. den trinvise implementering.

ESRS indeholder de detaljerede krav til metoden for rapportering og de konkrete oplysningskrav. ESRS omfatter 12 standarder fordelt på 2 tværgående standarder og 10 emnespecifikke standarder, som adresserer miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige forhold: Der henvises til PwC's

Tværgående standarder	Miljø	Social	Governance
ESRS 1 Generelle krav	**ESRS E1** Klimaændringer	**ESRS S1** Egen arbejdsstyrke	**ESRS G1** Virksomhedernes adfærd
ESRS 2 Generelle oplysninger	**ESRS E2** Forurening	**ESRS S2** Arbejdstagere i værdikæden	
	ESRS E3 Vand- og havressourcer	**ESRS S3** Berørte samfund	
	ESRS E4 Biodiversitet og økosystemer	**ESRS S4** Forbrugere og slutbrugere	
	ESRS E5 Ressource-anvendelse og cirkulær økonomi		

Regnskabshåndbog 2026 for yderligere beskrivelse af kravene til rapportering efter European Sustainability Reporting Standards (ESRS).

Forenkling af ESRS på vej

Omnibus indebærer også en forenkling af de europæiske bæredygtighedsstandarder (ESRS). Processen med at udvikle nye forenklede ESRS-standarder er fortsat igangværende i EU.

I december 2025 afleverede EFRAG et forslag til forenklede ESRS til EU-Kommissionen. Forenklingen består dels af en reduktion i antallet af datapunkter (især kvalitative), forbedret struktur i standarderne og afklaring af en række oplysningskrav, samt implementering af ændringer, der følger af omnibusdirektivet om bl.a. virksomhedsovertagelser.

På baggrund af forslaget fra EFRAG vil EU-Kommissionen vedtage de endelige forenklede ESRS'er, som en delegeret retsakt. Dette forventes til sommer 2026, hvor Ministerrådet og EU-Parlamentet vil have en indsigelsesperiode, før de forenklede standarder kan vedtages endeligt. Det forventes, at de opdaterede standarder skal anvendes for regnskabsår, der starter den 1. januar 2027 eller senere – og eventuelt være frivilligt for regnskabsåret 2026.

Quick fix for regnskabsår 2025 og 2026

Den 11. juli 2025 har EU-Kommissionen vedtaget en delegeret retsakt med et såkaldt "quick fix" til ESRS, som er relevant for virksomheder i bølge 1, der fortsat er omfattet af kravet om bæredygtighedsrapportering.

Ændringerne indebærer, at indfasningsperioden for visse rapporteringskrav i ESRS forlænges for regnskabsår 2025 og 2026, og giver samtidig alle virksomheder mulighed for at udskyde rapportering af alle oplysningskravene i emnestandarderne E4 Biodiversitet og økosystemer, S2 Arbejdstagere i værdikæden, S3 Berørte samfund og S4 Forbrugere og slutbrugere. Indfasning af oplysningskravene i disse emnestandarder har hidtil kun været mulig for virksomheder med op til 750 ansatte.

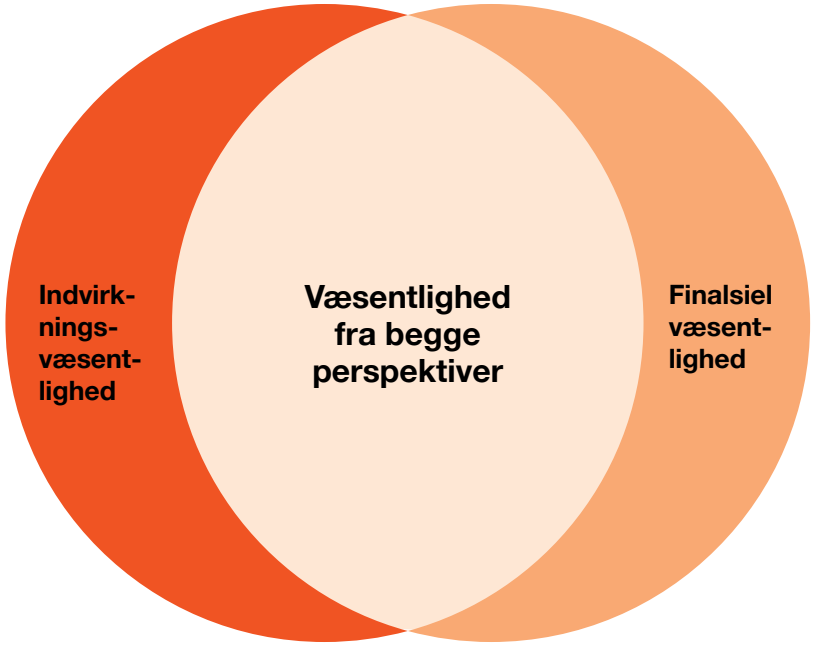
Ændringerne med quick fix til ESRS er vedtaget som en delegeret forordning og har derfor direkte virkning for danske virksomheder. Der henvises til Regnskabshåndbogen 2026, afsnit 9.2 *Bæredygtighedsrapportering efter ESRS*, hvor ændringerne er nærmere beskrevet.

Dobbelt væsentlighedsvurdering

Bæredygtighedsrapporteringen skal indeholde væsentlig information om væsentlige indvirkninger (impacts), risici (risks) og muligheder (opportunities), hvor ESRS anvender samlebetegnelsen IRO'er (et akronym for "impacts, risks and opportunities" på engelsk).

En virksomhed skal derfor starte med at identificere væsentlige IRO'er baseret på en dobbelt væsentlighedsvurdering, der også refereres til som en "DMA" efter det engelske begreb "double materiality assessment".

Efter dobbelt væsentlighedsprincippet kan et bæredygtighedsforhold være væsentligt fra et indvirkningsperspektiv, fra et finansielt perspektiv eller fra begge, som illustreret i figuren her:



Indvirkningsvæsentlighed vedrører virksomhedens indvirkninger på mennesker og/eller miljøet og omtales ofte som "indefra og ud"-perspektivet.

Finansiel væsentlighed fokuserer på, hvordan mennesker og/eller miljø påvirker virksomheden finansielt, dvs. virksomhedens bæredygtighedsrelaterede risici og muligheder og omtales ofte som "udefra og ind"-perspektivet.

ESRS beskriver nærmere principperne om og kravene til dobbelt væsentlighedsvurderingen, herunder også kravet om, at virksomhedens DMA også skal forholde sig til forhold, der ligger i virksomhedens værdikæde.

Der henvises til PwC's Regnskabshåndbog 2026, hvor kravene til dobbelt væsentlighedsvurdering efter European Sustainability Reporting Standards (ESRS) er beskrevet nærmere.

Forenklingen af ESRS forventes også at indebære ændringer til kravene til dobbelt væsentlighedsvurderingen. Læs mere ovenfor om "Forenkling af ESRS på vej".

Obligatorisk revisorerklæring

Bæredygtighedsrapporteringen skal forsynes med en erklæring med begrænset sikkerhed fra revisor, hvor redegørelsen om samfundsansvar tidligere kun har været omfattet af revisors konsistenstjek.

Erklæringen om bæredygtighedsrapporteringen kan gives af en godkendt revisor. Det kan enten være den revisor eller revisionsvirksomhed, der i forvejen påtegner regnskabet, eller en anden godkendt revisor, som er godkendt til at erklære sig om bæredygtighedsrapportering. Bæredygtighedsrevisoren skal vælges på generalforsamlingen.

Det er også muligt at vælge en verifikator, der er ansat hos en uafhængig erklæringsudbyder til at afgive erklæringen om virksomhedens bæredygtighedsrapportering.

Redegørelse om samfundsansvar efter 99 a (fra 2018)

Virksomheder i bølge 2 og 3 og visse virksomheder i bølge 1 er udskudt fra rapporteringskravet om en bæredygtighedsrapportering efter CSRD/ESRS. Indtil virksomheden omfattes af de nye regler om bæredygtighedsrapportering, finder det hidtil gældende krav om redegørelse for samfundsansvar, jf. årsregnskabsloven § 99 a (fra 2018), fortsat anvendelse. Der henvises i den forbindelse til afsnit 8.2.1 *Redegørelse for samfundsansvar* i Regnskabshåndbogen 2024, hvor de hidtidige krav i ÅRL § 99 a er beskrevet.

I en ny bekendtgørelse anerkendes den frivillige bæredygtighedsstandard for SMV'er (VSME) som en af de internationale standarder, som en virksomhed kan anvende som grundlag for sin redegørelse for samfundsansvar. Man skal dog være opmærksom på, at det stadig skal vurderes, om redegørelsen indeholder alle de oplysninger, der er krævet i årsregnskabsloven §99 a (fra 2018).

Denne nye bekendtgørelse indebærer samtidig en forlænget anvendelse af den tidligere mulighed for at offentliggøre redegørelse for samfundsansvar på hjemmesiden eller i en supplerende beretning, forudsat at betingelserne herfor overholdes.



11.8 EU's taksonomiforordning

EU's taksonomiforordning etablerer et klassificeringssystem, hvorefter økonomiske aktiviteter anses for at være miljømæssigt bæredygtige på baggrund af videnskabeligt baserede tekniske screeningskriterier. Formålet er at understøtte, at kapitalstrømme kan omdirigeres i retning af bæredygtige økonomiske aktiviteter.

EU's omnibusforenklingspakke indeholder ændringer til bl.a. anvendelsesområdet, som også har virkning for anvendelsesområdet for EU-taksonomien. Desuden indebærer EU's omnibus yderligere tiltag til forenkling af kravene i EU-taksonomien.

Hvem?

Kravet om rapportering gælder for virksomheder, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked, som opfylder størrelsesgrænserne for at være en stor virksomhed, og som samtidig har mere end 500 ansatte.

Da taksonomiforordningen henviser til anvendelsesområdet i CSRD, vil den trinvise indfasning af CSRD tilsvarende indebære, at flere virksomheder bliver omfattet af kravene til taksonomirapportering i taksonomiforordningen, ligesom taksonomirapporteringen er omfattet af kravet om en erklæring med begrænset sikkerhed fra en revisor.

EU's omnibusforenklingspakke indeholder dog ændringer til anvendelsesområdet for kravet om bæredygtighedsrapportering. Disse ændringer har også virkning for anvendelsesområdet for EU-taksonomirapportering, hvilket betyder, at virksomheder i bølge 2 og bølge 3 er udskudt med to år, og fra 2027 gælder det reducerede anvendelsesområde, hvor virksomheder, som har mere end 1.000 ansatte og mere end 450 mio. EUR i årlig nettoomsætning, omfattes af kravet om EU-taksonomirapportering.

Der henvises til afsnit 11.7 *Rapportering om bæredygtighed*, hvor der fremgår en oversigt over virksomheder, der omfattes efter den trinvise indfasning, og hvordan ændringer som følge af omnibus tilsvarende finder anvendelse på kravet om rapportering efter EU's taksonomiforordning artikel 8.

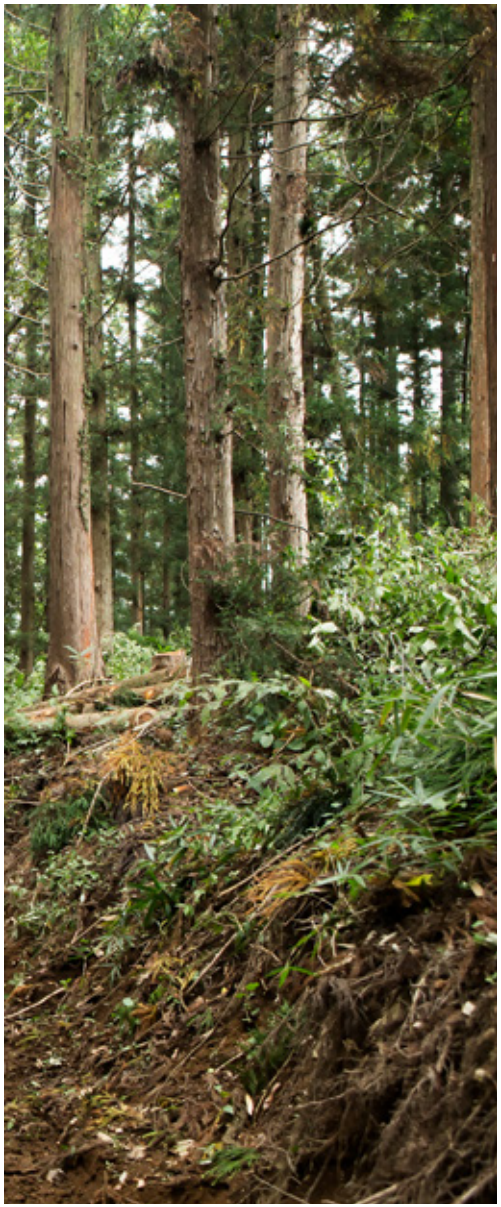
Det bemærkes dog, at udskydelse af visse virksomheder i bølge 1 følger af en dansk bekendtgørelse og ikke finder anvendelse for EU-taksonomirapportering. Virksomheder, der udnytter denne mulighed og dermed undlader at udarbejde en bæredygtighedsrapportering, skal fortsat udarbejde EU-taksonomirapportering for regnskabsårene 2025 og 2026.

Taksonomirapportering

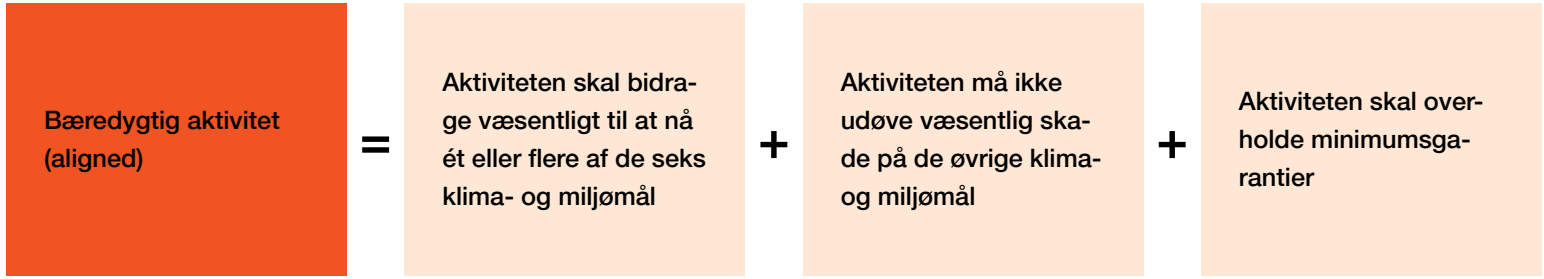
Taksonomiforordningens artikel 8 stiller krav om taksonomirapportering, hvor de nærmere krav er fastlagt i delegerede forordninger, som er direkte gældende for danske virksomheder (vær opmærksom på, at der gælder særskilte krav for finansielle virksomheder, som ikke er beskrevet her).

Konkret skal en virksomhed oplyse KPI'er for den del af virksomhedens omsætning, CapEx (kapitaludgifter) og OpEx (driftsudgifter), der er henholdsvis eligible (omfattet) og henholdsvis aligned (i overensstemmelse).

Taksonomiforordningen tager udgangspunkt i seks klima- og miljømål, hvor der for hvert mål oplistes en række økonomiske aktiviteter, som er "eligible", dvs. omfattet af taksonomien. For hver aktivitet findes en beskrivelse af aktiviteten samt en beskrivelse af de tekniske screeningskriterier for, at den pågældende aktivitet kan siges at være aligned, dvs. i overensstemmelse med taksonomiforordningen og dermed anses for at være en miljømæssigt bæredygtig aktivitet efter taksonomien.



Taksonomien opstiller overordnet følgende kriterier for, at en aktivitet er aligned og dermed miljømæssigt bæredygtig:



På nuværende tidspunkt omfatter taksonomien ikke alle aktiviteter, da EU har fokuseret på de aktiviteter, der har størst miljømæssig påvirkning, og en virksomhed kan derfor være i den situation, at virksomhedens aktivitet ikke er beskrevet.

De opgjorte KPI'er skal præsenteres i de obligatoriske skemaer fra EU-Kommissionen, og taksonomirapporteringen skal herudover opfylde oplysningskrav om bl.a. regnskabspraksis, vurdering af alignment mv.

Der henvises til PwC's Regnskabshåndbog 2026 for yderligere beskrivelse af rapportering efter EU's taksonomiforordning artikel 8.

Forenkling af EU-Taksonomien

Som et yderligere tiltag til forenkling af EU's krav til bæredygtighedsrapportering har EU-Kommissionen den 4. juli vedtaget en delegeret forordning om forenkling af rapportering efter EU's taksonomiforordning (forenklingsforordningen). Efter en forlænget indsigelsesperiode blev forenklingsordningen endeligt vedtaget i januar 2026 og finder anvendelse for regnskabsåret 2025, men det er også muligt at bruge de gamle regler for regnskabsåret 2025. For en nærmere beskrivelse af ændringerne henvises der til Regnskabshåndbogen 2026, afsnit *9.3 Rapportering efter EU's taksonomiforordning* artikel 8.

Derudover forventes yderligere forenkling af kravene i EU-taksonomien, som forventes vedtaget i fremtidige delegerede forordninger.



12.1 Årsrapport og delårsregnskaber 101
12.2 Storaktionærer over 5 % 102
12.3 Oplysning om segmenter 102
12.4 Oplysning om ledelsen 103

12. Regnskaber

Årsrapporter og delårsregnskaber udgør en vigtig kilde til indsigt i virksomheders økonomiske situation og udvikling.

Årsrapporten indeholder ikke blot detaljerede finansielle oplysninger. Som børsnoteret virksomhed er der også en række yderligere oplysningskrav, som skal iagttages, herunder oplysninger om selskabets større aktionærer, segmentoplysninger om virksomhedens aktiviteter og geografiske markeder samt oplysninger om virksomhedens ledelse.

12.1 Årsrapport og delårsregnskaber

Kravene til de regnskaber, udsteder skal udarbejde, afhænger af, på hvilket marked udsteders værdipapirer 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. 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.

Det må således formodes, at en redegørelse for virksomhedens økonomiske forhold i henhold til delårsregnskabsbekendtgørelsen kan benævnes periodemeddelelse uden at blive forvekslet med en kvartalsrapport.

I og med at 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.

For udstedere på First North, hvor der ikke er krav om anvendelse af IFRS, skal danske udstedere således udarbejde finansielle rapporter i henhold til reglerne i årsregnskabsloven.

I årsregnskabsloven er der imidlertid ikke regler for udarbejdelse af halvårsrapporter, hvorfor udstedere som udgangspunkt ikke er omfattet af nogen regnskabsregler for denne.

PwC anbefaler derfor, at udstedere på First North anvender kravene i delårsrapportbekendtgørelsen analogt. Delårsrapportbekendtgørelsen finder anvendelse på virksomheder med værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked og fastsætter krav for udarbejdelsen af halvårsrapporter.

Udstedere på First North Premier skal i henhold til markedspladsens regler udarbejde regnskaber efter IFRS.

12.2 Storaktionærer over 5 %

Virksomheder i regnskabsklasse D skal i ledelsesberetningen oplyse det fulde navn og bopæl, for virksomheders vedkommende hjemstedet, samt den nøjagtige ejer- og stemmeandel for enhver, der besidder aktier i virksomheden, når aktiernes stemmeret udgør mindst 5 % af aktiekapitalens stemmerettigheder, eller deres pålydende værdi udgør mindst 5 % af aktiekapitalen – dog mindst 100 TDKK.

Kravet supplerer kravet i lov om kapitalmarkeder, hvor der løbende skal gives oplysninger, når aktionærens besiddelse af aktier 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.

12.3 Oplysning om segmenter

Årsregnskabsloven indeholder ikke et specifikt krav om, at virksomhederne skal afgive segmentoplysninger. Loven kræver dog, at virksomheder i regnskabsklasse C (stor) og regnskabsklasse D med forskellige aktiviteter eller aktiviteter på forskellige geografiske markeder skal oplyse om nettoomsætningen fordelt herpå. Denne fordeling bliver i daglig tale omtalt som "segmentoplysninger", men er i realiteten blot en specifikation af virksomhedens nettoomsætning.

De internationale regnskabsstandarder har imidlertid en standard om segmentoplysninger i IFRS 8.

IFRS 8 gælder kun for virksomheder, som har instrumenter (egenkapital eller gæld) optaget til handel på et aktivt marked (traded in a public market), og virksomheder, der er i gang med en notering af sådanne instrumenter på et aktivt marked.

Det har i praksis været diskuteret, hvad der skal forstås ved "traded in a public market". I praksis synes i hvert fald selskaber, der har værdipapirer optaget til handel på et reguleret marked at være omfattet. Derudover omfatter IFRS 8 formentlig flere virksomheder, efter den blot omtaler "public markets". Det kan indebære, at også virksomheder, som handles på First North, vil være omfattet, såfremt værdipapirerne vel at mærke handles, jf. udtrykket "traded". Det er dog vigtigt at bemærke, at selskaber der ikke anvender IFRS, ikke er omfattet.

Bestemmelsen gælder også for virksomheder, der er i gang med en notering af sådanne instrumenter på et aktivt marked, idet det fremgår af standarden, at den omfatter selskaber: *"that files, or is in the process of filing, the consolidated financial statements with a securities commission or other regulatory organisation for the purpose of issuing any class of instruments in a public market"*. Hvis selskabet er i en proces, hvor det ved, at regnskaberne skal benyttes i et prospekt, er det således omfattet af kravet om segmentoplysninger.

Standarden gælder både udstedere af egenkapitalinstrumenter og udstedere af gældsinstrumenter (obligationer, hybridkapital mv.).

Ikke-børsnoterede virksomheder, som frivilligt aflægger årsregnskab efter IFRS, skal ikke give segmentoplysninger efter IFRS 8. Virksomheder, der frivilligt vælger at give

segmentoplysninger, skal følge IFRS 8 fuldt ud eller også afgive oplysningerne i en form og med en benævnelse, der ikke er segmentoplysninger.

IFRS 8 indeholder en undtagelse, så en modervirksomhed, der både aflægger koncernregnskab og årsregnskab, kan begrænse segmentoplysningerne til at omfatte koncernregnskabet.

Segmentoplysningerne skal udelukkende gives for det selskab, der er udsteder af de børsnoterede værdipapirer. Dette betyder, at i en koncern, hvor det er en dattervirksomhed, der er udsteder, er det udelukkende dattervirksomheden, som er omfattet af kravene for at afgive segmentoplysninger. Moderselskabet er således ikke forpligtet til at afgive segmentoplysninger.

12.4 Oplysning om ledelsen

Virksomheder i regnskabsklasse D skal i ledelsesberetningen oplyse om de ledelseshverv, som ledelsesmedlemmerne beklæder i andre erhvervsdrivende virksomheder bortset fra aktieselskabets eller partnerselskabets egne 100 %-ejede datterselskaber.

Er det pågældende medlem af ledelsen i såvel et andet moderselskab som et eller flere af dettes 100 %-ejede datterselskaber, er det tilstrækkeligt at oplyse navnet på dette moderselskab og antallet af dets datterselskaber, hvori den pågældende er ledelsesmedlem.

Derudover skal selskaber, der har aktier optaget til handel på et reguleret marked, være opmærksom på Anbefalingerne for god Selskabsledelse.

Heri anbefales det, at ledelsesberetningen ud over de i lovgivningen fastlagte krav indeholder følgende oplysninger om de enkelte bestyrelsesmedlemmer:

- stilling, alder og køn
- kompetencer og kvalifikationer af relevans for selskabet
- uafhængighed
- årstal for indtræden i bestyrelsen
- årstal for udløb af den aktuelle valgperiode
- deltagelse i bestyrelses- og udvalgsmøder
- ledelseshverv i andre erhvervsdrivende virksomheder, inklusive ledelsesudvalg samt krævende organisationsopgaver
- det antal aktier, optioner, warrants og lignende i selskabet og de med selskabets koncernforbundne selskaber, som medlemmet ejer samt de ændringer i medlemmets beholdning af de nævnte værdipapirer, som er indtrådt i løbet af regnskabsåret.





13.1 Revision **105**

13.2 Revisionsudvalg **106**

13. 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.

13.1 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 den 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 virksomheder 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 finansiel 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 2 af følgende 3 kriterier:
  - et gennemsnitligt antal ansatte i løbet af regnskabsåret på mindre end 250
  - en samlet balance på mindre end 43 mio. EUR
  - 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 3 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 PIE-virksomheder og 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 også 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 bestemmelsen næppe finde anvendelse for selskaber optaget til handel på en multilateral handelsfacilitet.

13.2 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. Udvalgets formand vælges af udvalgets medlemmer, af bestyrelsen, af tilsynsrådet eller årligt på virksomhedens generalforsamling. 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 3 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, ud over de i lovgivningen fastlagte opgaver, anbefales at bistå bestyrelsen med.

Revisorloven § 31, stk. 3	**Corporate Governance anbefaling 3.4.3**
Revisionsudvalgets opgaver skal i det mindste bestå af følgende:	**Komitéen anbefaler, at revisionsudvalget udover de i lovgivningen fastlagte opgaver bistår bestyrelsen med at:**
At underrette det samlede øverste ledelsesorgan om resultatet af den lovpligtige revision og i givet fald erklæringsopgaven om bæredygtighedsrapportering og forklare dets bidrag til integritet, og hvad revisionsudvalgets rolle var i den proces.	Føre tilsyn med rigtigheden af offentliggørelse af finansielle oplysninger, herunder regnskabspraksis og de væsentligste områder, væsentligste regnskabsmæssige skøn og transaktioner med nærtstående parter.
At overvåge proceduren for regnskabsaflæggelse og i givet fald bæredygtighedsrapportering og den procedure, som virksomheden har udført for at identificere de rapporterede oplysninger i bæredygtighedsrapporteringen, og fremsatte henstillinger eller forslag til at sikre deres integritet.	Gennemgå de interne kontrol- og risikoområder for at sikre styring af de største risici, herunder også i relation til imødekommelse forventninger.
At overvåge, om virksomhedens interne kvalitetskontrol- og risikostyringssystemer og i givet fald dens interne revision fungerer effektivt med hensyn til regnskabsaflæggelsen og i givet fald bæredygtighedsrapporteringen i virksomheden, uden at krænke dens uafhængighed.	Vurdere behovet for intern revision.
At overvåge den lovpligtige revision af årsregnskabet m.v. og i givet fald bæredygtighedsrapporteringen, navnlig gennemgangen af alle væsentlige spørgsmål vedrørende regnskabsaflæggelsen og i givet fald bæredygtighedsrapporteringen i virksomheden, som er fremkommet i resultatet af den seneste kvalitetskontrol af de lovpligtige revisorer.	Forestå evaluering af den generalforsamlingsvalgte revisor.
At kontrollere og overvåge den eller de valgte revisorers eller revisionsvirksomheders uafhængighed og godkendelsen eller de valgte revisorers levering af andre ydelser end revision.	Gennemgå revisionshonoraret til den generalforsamlingsvalgte revisor.
At være ansvarlig for proceduren for udvælgelse og indstilling af revisor til valg.	Tage stilling til grænserne for ikke-revisionsydelser, som bestyrelsen ønsker, at den generalforsamlingsvalgte revisor må levere.
	Sikre regelmæssig dialog mellem den generalforsamlingsvalgte revisor og revisionsudvalget, bl.a. ved at bestyrelsen og revisionsudvalget afholder møder med den valgte revisor mindst én gang årligt, uden at direktionen er til stede.

14.1	Historiske regnskabsoplysninger	109
14.2	Regnskabsoplysninger i resuméet	117
14.3	Alternative præstationsmålinger (APM)	119
14.4	Gennemgang af drift og regnskaber (OFR)	122
14.5	Resultatforventninger og resultatprognoser	125
14.6	Proforma	128
14.7	Kompleks regnskabshistorie og betydelige finansielle forpligtelser	136
14.8	Kapitalressourcer	139
14.9	Erklæring om driftskapital (working capital statement)	141
14.10	Kapitalisering og gældssituation	145
14.11	Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger	149
14.12	Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger for værdipapirer, der ikke er kapitalandele	151



14. Finansielle oplysninger i prospekter

Et af de overordnede krav ved udarbejdelsen af prospekter er, at prospektet skal indeholde oplysninger, der er nødvendige for, at investorer kan foretage en velbegrundet vurdering af udstederes aktiver og passiver, fortjeneste og tab, finansielle stilling og forventede udvikling.

I kapitlet gennemgås de generelle krav til de finansielle oplysninger i prospekter, ligesom der ses på, hvilke finansielle oplysninger der specifikt skal indgå i de forskellige typer af prospekter.

Det overordnede formål med prospektreglerne er at sikre, at der er informationsparitet mellem udsteder og investorerne. Det sker ved at kræve, at de oplysninger, der er nødvendige for at sætte en investor i stand til at træffe en informeret investeringsbeslutning, bliver fremlagt i et prospekt, der skal godkendes af den kompetente myndighed.

Som beskrevet i afsnit 6.2 *Prospektregler* introducerer prospektforordningen en række forskellige typer af prospekter, der tager højde for de særlige forhold, der kendetegner de forskellige typer af værdipapirer, udstedere, investorer, udbud og optagelser til handel.

Informationskravene, herunder kravene til de finansielle oplysninger i de enkelte prospekter, afhænger af typen af værdipapirer og udsteder. Hvilke oplysninger prospektet skal indeholde, fremgår af forordningen (EU) 2019/980, som Kommissionen har udstedt med hjemmel i prospektforordningen. EU-Kommissionens delegerede forordning 2019/980 indeholder supplerende regler for så vidt angår format, indhold og kontrol af et prospekt.

En del af kravene til de historiske finansielle oplysninger er de samme på tværs af de forskellige prospekttyper og vil blive gennemgået samlet. Bagerst i kapitlet er en oversigt over kravene i de forskellige prospekttyper.

I kapitlet er der flere steder citeret fra ESMA's retningslinjer. ESMA's retningslinjer er bindende for de kompetente myndigheder og anfører, hvad udsteder "should do" for at leve op til informationskravene. "Should" er i den danske version af ESMA's retningslinjerne næsten konsekvent oversat med "bør". Denne oversættelse er bevaret i kapitlet. Det er dog PwC's vurdering, at udsteder som udgangspunkt skal efterleve retningslinjerne for at opfylde de informationskrav, som de enkelte retningslinjer vedrører, og som Finanstilsynet derfor vil kræve opfyldt.

14.1 Historiske regnskabsoplysninger

I afsnittet gennemgås, hvilke regnskabsperioder udsteder er forpligtet til at medtage i prospektet, om der skal medtages koncernregnskab, hvilken regnskabsstandard der skal anvendes, herunder ved ændring af regnskabsstandarden fremadrettet, krav til revision og regnskabernes alder.

Relevante perioder

Som det fremgår af skemaerne nedenfor, er der forskel på, hvilke perioder der skal medtages regnskaber for, afhængig af hvilket prospekt der udarbejdes.

I standardprospektet skal der fx medtages reviderede historiske regnskabsoplysninger for de seneste tre regnskabsår.

Med ændringerne som følge af listing act, ændres kravet fra tre til to år med virkning fra den 5. juni 2026. ESMA har i deres final report "Listing Act Advice on Prospectus" præciseret, at de anerkender, at det reducerede krav i nogle tilfælde kan være for kort, men at udsteder har mulighed for at medtage yderligere oplysninger hvor nødvendigt. Ifølge ESMA er det således muligt fortsat at medtage tre års historiske finansielle oplysninger, hvilket især kan være relevant i de tilfælde, hvor prospektet også skal benyttes til et internationalt udbud.

Prospekt – kapitalandele	Regnskabsperiode
Standardprospekt	Tre regnskabsår (to regnskabsår fra 5. juni 2026)
Vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt	Regnskaber offentliggjort inden for 12 måneder
EU-opfølgningsprospekt	Regnskaber offentliggjort inden for 12 måneder

Prospekt – ikke-kapitalandele	Regnskabsperiode
Detail	To regnskabsår
Engros	To regnskabsår
EU-opfølgningsprospekt	Regnskaber offentliggjort inden for 12 måneder
Vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt	Det seneste regnskabsår

Fritagelsesdokumentet	Regnskabsperiode
Bilag I	Regnskaber offentliggjort inden for 12 måneder
Bilag II	Tre regnskabsår

Regnskaber offentliggjort inden for 12 måneder

I EU-opfølgningsprospektet er der taget højde for de oplysninger, der allerede er i markedet. Det fremgår af kravene i den delegerede forordning, at prospektet skal medtage: *"Financial statements (annual and half-yearly) published over the period of 12 month prior to the approval of the EU Follow-on prospectus"*. Et lignende krav findes i kravene til det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt.

Indholdskravene til denne type prospekter er udarbejdet med hensyn til de regulerede oplysninger, der allerede er blevet offentliggjort i henhold til transparensdirektivet og markedsmisbrugsforordningen. Derfor må kravet skulle læses som de regnskabsoplysninger, udsteder var forpligtet til at offentliggøre i en periode på 12 måneder forud for godkendelsen af prospektet.

Det understøttes af ESMA's final report. I deres høringsnotat havde ESMA lagt op til, at der skulle medtages: *"The annual and half-yearly financial information published over the 12 months prior to the approval of the prospectus"* (ESMA31-62-532, side 216). I rapporten fremgår det, at ESMA var nervøse for, at kravet ikke ville fange de udstedere, der ikke havde levet op til oplysningskravene på markedspladsen, og derved ikke havde offentliggjort de oplysninger, de var forpligtet til. ESMA ændrede derfor ordlyden: *"ESMA has therefore modified the requirement so that the issuer will include financial statements that are required to be published (over the 12 months prior to the approval of the prospectus)"*.

Kravet stammer fra prospektforordningens artikel 14, hvoraf det fremgår, at EU-Kommissionen skal fremlægge delegerede retsakter, som præciserer de mere begrænsede oplysninger, der skal inkluderes under den forenklede oplysningsordning for sekundære udstedelser. Det fremgår af artikel 14, at skemaerne skal omfatte de årlige og halvårlige regnskabsoplysninger, der er blevet offentliggjort i løbet af de 12 måneder, der går forud for godkendelsen af prospektet. Kommissionen har således valgt at holde fast i ESMA's anbefaling, selvom ordlyden i prospektforordningen umiddelbart er en anden.

Kravet omfatter ikke kun regnskabsoplysninger for 12 måneder, men de regnskaber udsteder har været forpligtet til at offentliggøre (eller har offentliggjort) inden for de seneste 12 måneder. Disse regnskabsoplysninger er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsreglerne og dækker derfor

også sammenligningstal for den foregående periode.

Et lignende krav findes til fritagelsesdokumentet. Her er ordlyden dog: *"Regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber), der blev offentliggjort i løbet af de 12 måneder, der gik forud for offentliggørelsen af fritagelsesdokumentet"*. Hvorfor EU-Kommissionen har foretrukket en anden ordlyd i kravet til fritagelsesdokumentet, er ikke klart. Det er dog PwC's vurdering, at hensigten med kravet er den samme.

I modsætning til kravet for IPO-prospektet, hvor der skal medtages to års reviderede regnskaber (fra den 5. juni 2026), er der for fritagelsesdokumentet, EU-opfølgningsprospektet og det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt ikke krav om selvstændig revision af sammenligningstallene.

Kravet gælder således årsregnskaber og halvårsregnskaber offentliggjort inden for de seneste 12 måneder. Når årsregnskabet er det senest offentliggjorte af de to, er der alene krav om at medtage årsregnskabet i dokumentet. Det følger af den tidligere danske version af kravet (der foreligger ved Børshåndbogens redaktionelle afslutning ikke en dansk version af de nye krav), at: *"Hvis både årsregnskabet og halvårsregnskabet er blevet offentliggjort, stilles der kun krav om offentliggørelse af årsregnskab for den periode, der ikke er omfattet af halvårsregnskabet"*. Den engelske version er imidlertid tydeligere: *"Where both annual and half-yearly financial statements have been published, only the annual statements shall be required where they postdate the half-yearly financial statements"*.

Virksomhed i mindre end tre år

Har udsteder ikke drevet virksomhed i tre år (eller den periode, de er forpligtet til at medtage regnskabsoplysninger for), skal de historiske regnskabsoplysninger omfatte oplysninger fra virksomhedens stiftelse og frem til det sidst afsluttede regnskabsår.

Har udsteder drevet virksomhed i mindre end et år og endnu ikke aflagt et regnskab, skal prospektet indeholde reviderede regnskabsoplysninger for den periode, virksomheden har eksisteret. Udsteder er således nødsaget til at udarbejde sådanne til brug for prospektet.

Ændret regnskabsafslutningsdato

Hvis udsteder har ændret regnskabsafslutningsdato i løbet af den periode, for hvilken der skal medtages historiske regnskabsoplysninger, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger mindst dække det antal måneder, der svarer til de år, der skal medtages regnskabsoplysninger for.

Hvis der skal medtages historiske regnskabsoplysninger for tre regnskabsår, skal de reviderede historiske oplysninger mindst dække 36 måneder eller hele den periode, hvor udstederen har drevet virksomhed, jf. ovenfor, alt efter hvilken periode der er kortest.

Har en udsteder ændret regnskabsafslutningsdato i et af de regnskabsår, der er omfattet af oplysningskravet, så dette regnskab kun dækker seks måneder, er det påkrævet at medtage et ekstra regnskab i prospektet for at opfylde kravet om 36 måneders historiske regnskabsoplysninger.

Eksempel:
En udsteder har inden for de seneste tre år ændret regnskabsafslutningsperiode. De seneste fire historiske regnskaber dækker følgende perioder:

- Periode: 1. januar 2024 – 31. december 2024 (12 måneder)
- Periode: 1. januar 2023 – 31. december 2023 (12 måneder)
- Periode: 1. juli 2022 – 31. december 2022 (6 måneder)
- Periode: 1. juli 2021 – 30. juni 2022 (12 måneder)

For at leve op til kravet om mindst 36 måneders historiske regnskaber skal udsteder også medtage regnskabet for perioden 1. juli 2021 – 30. juni 2022 (12 måneder).

Koncernregnskab

Prospektet skal indeholde regnskabsoplysninger for udsteder. Hvis udsteder udarbejder både et ikke-konsolideret regnskab og et konsolideret årsregnskab, skal som min. det konsoliderede årsregnskab indgå i prospektet.

Der er ikke krav om, at et datterselskab, der udarbejder prospekt, skal medtage regnskaber for modervirksomheden.

Regnskabsstandard, herunder for tredjelande

De oplysninger, der skal indgå i prospektet, skal udarbejdes i henhold til de internationale regnskabsstandarder, som følger af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) nr. 1606/2002 af 19. juli 2002.

Ved "internationale regnskabsstandarder" forstås International Accounting Standards (IAS), International Financial Reporting Standards (IFRS) og hermed forbundne fortolkninger (SIC/IFRIC-fortolkninger), efterfølgende ændringer af disse standarder og hermed forbundne fortolkninger, fremtidige standarder og hermed forbundne fortolkninger, der udarbejdes eller vedtages af International Accounting Standards Board (IASB).

Hvis en udsteder ikke anvender IFRS (forordning (EF) nr. 1606/2002 ikke finder anvendelse), skal regnskabsoplysningerne udarbejdes i overensstemmelse med:

a) En medlemsstats nationale regnskabsstandarder for udstedere fra EØS i henhold til direktiv 2013/34/EU.

b) Et tredjelands nationale regnskabsstandarder svarende til forordning (EF) nr. 1606/2002 for udstedere fra tredjelande. Hvis det pågældende tredjelands regnskabsstandarder ikke svarer til dem, der er fastsat i forordning (EF) nr. 1606/2002, skal regnskaberne korrigeres i overensstemmelse med denne forordning.

Ad a) Direktiv 2013/34/EU er implementeret i årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 838 af 8. august 2019. Danske udstedere, der ikke udarbejder regnskab efter IFRS, kan således medtage regnskaber efter årsregnskabsloven i prospektet.

Hvis de reviderede regnskaber udarbejdes i henhold til årsregnskabsloven (nationale regnskabsstandarder), skal regnskabsoplysningerne i prospektet som min. indeholde følgende komponenter:

1. balance
2. resultatopgørelse
3. opgørelse af enten alle egenkapitalbevægelser eller alle egenkapitalbevægelser, der ikke hidrører fra kapitaltransaktioner med ejere eller fra udlodning til ejere (gælder kun standardprospekt for kapitalandele)
4. pengestrømsanalyse (gælder kun standardprospekt for kapitalandele og prospekt for ikke-kapitalandele til detailinvestorer)
5. regnskabsprincipper og noter.

Udstedere, der fx ikke har udarbejdet pengestrømsopgørelse, skal være opmærksomme på, at de, hvis de offentliggør et standardprospekt, er forpligtet til at udarbejde en pengestrømsopgørelse til brug for prospektet. Hvor regnskabsstandarden indeholder principper for udarbejdelsen af den manglende komponent, skal disse principper følges. Hvis regnskabsstandarden ikke har sådanne principper, skal udsteder følge principperne i IFRS i muligt omfang (ESMA retningslinje 17).

Udsteder skal i den forbindelse være opmærksom på kravet om, at oplysningerne skal være reviderede.

Ad b) EU-Kommissionen har taget stilling til, hvilke tredjelandes regnskabsstandarder der er svarende til forordning (EF) nr. 1606/2002 for udstedere fra tredjelande i Kommissionens beslutning af 12. december 2008 om tredjelandsudstederes brug af visse tredjelandes nationale regnskabsstandarder og internationale regnskabsstandarder ved udarbejdelse af koncernregnskaber (2008/961/EF), som ændret ved Kommissionens gennemførelsesafgørelse 2012/194/EU af 11. april og Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2015/1612 af 23. september 2015.

Det fremgår af EU-Kommissionens beslutning, artikel 1, at: *"Foruden de IFRS, der er vedtaget i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002, betragtes følgende standarder, i forbindelse med udarbejdelse af årlige og halvårlige koncernregnskaber, som værende ækvivalente med IFRS fra og med den 1. januar 2009:*

a) International Financial Reporting Standards, forudsat at noterne til de reviderede regnskaber indeholder en udtrykkelig og uforbeholden erklæring om, at disse regnskaber opfylder de internationale regnskabsstandarder i overensstemmelse med IAS 1 Præsentation af årsregnskabet

b) Japans almindeligt anerkendte regnskabsprincipper

c) Amerikas Forenede Staters almindeligt anerkendte regnskabsprincipper."

Fra og med den 1. januar 2012 betragtes følgende standarder, i forbindelse med udarbejdelse af årlige og halvårlige koncernregnskaber, som værende ækvivalente med IFRS, der er vedtaget i henhold til forordning (EF) nr. 1606/2002:

a) Folkerepublikken Kinas almindeligt anerkendte regnskabsprincipper

b) Canadas almindeligt anerkendte regnskabsprincipper

c) Republikken Koreas almindeligt anerkendte regnskabsprincipper.

Udstedere fra tredjelande har for regnskabsår, der begynder før den 1. april 2016, ret til at udarbejde deres årlige og halvårlige koncernregnskaber i overensstemmelse med Republikken Indiens almindeligt anerkendte regnskabsprincipper.

Revideret uafhængigt (independently audited)

De historiske regnskabsoplysninger, der indgår i prospektet, skal være revideret uafhængigt.

Det følger af kravet, at revisionsrapporten skal være udarbejdet i overensstemmelse med Europa-Parlamentets og Rådets direktiv om lovpligtig revision af årsregnskaber og konsoliderede regnskaber (2014/56/EU af 16. april 2014) og Europa-Parlamentets og Rådets forordning om specifikke krav til lovpligtig revision af virksomheder af interesse for offentligheden (EU) nr. 537/2014.

Forordning 537/2014 om specifikke krav til lovpligtig revision finder anvendelse på *"virksomheder af interesse for offentligheden"*. Disse er defineret som: *"virksomheder, der er underlagt en medlemsstats lovgivning og har udstedt omsættelige værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked i en medlemsstat, jf. artikel 4, stk. 1, nr. 14, i direktiv 2004/39/EF, kreditinstitutter, jf. artikel 1, nr. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2000/12/EF af 20. marts 2000 om adgang til at optage og udøve virksomhed som kreditinstitut samt forsikringsselskaber, jf. artikel 2, stk. 1, i direktiv 91/674/EØF. Medlemsstaterne kan også bestemme, at andre virksomheder er af interesse for offentligheden, f.eks. virksomheder med særlig offentlig relevans på grund af arten af deres aktiviteter, deres størrelse eller medarbejderantal"*.

Erklæringer, der er udarbejdet efter erklæringsbekendtgørelsen, er tilpasset EU-direktivernes krav og lever derved op til den delegerede forordning.

Hvis direktiv 2014/56/EU og forordning (EU) nr. 537/2014 ikke finder anvendelse, skal følgende bestemmelser gøres gældende:

a) De historiske regnskabsoplysninger skal revideres efter, eller der skal gives beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende revisionsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

b) Har de autoriserede revisorer nægtet at give de historiske regnskabsoplysninger godkendelsespåtegning, eller har de ved påtegningen taget forbehold eller henvist til specialforhold, skal denne nægtelse eller disse forbehold og henvisninger til specialforhold gengives ubeskåret, og begrundelsen herfor anføres.



Litra a) må læses således, at hvis de nævnte retsakter ikke finder anvendelse, skal de historiske regnskabsoplysninger enten være revideret efter gældende revisionsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard, eller der skal gives en beretning om, hvorvidt de i forbindelse med registreringsdokumentet giver et retvisende billede i overensstemmelse med de gældende revisionsstandarder i en medlemsstat eller en lignende standard.

Som det fremgår ovenfor, er kravet om at gengive revisors nægtelse eller forbehold alene gældende i de tilfælde, hvor direktiv 2014/56/EU eller forordning (EU) 537/2014 ikke finder anvendelse. Det må formodes at hænge sammen med, at kravet allerede findes i direktiv 2014/56/EU.

Alle udstedere skal være opmærksomme på kravet om, at prospektresuméet skal indeholde en kort beskrivelse af eventuelle forbehold i revisionsrapporten om de historiske regnskabsoplysninger.

Ændring af regnskabsramme

Hvis udsteder står overfor at ændre regnskabsramme ved aflæggelse af næste årsregnskab, skal de være opmærksomme på kravet om, at det historiske regnskab for det seneste år med sammenligningstal for det foregående år skal præsenteres i en form, som er i overensstemmelse med den, som vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber (gælder ikke prospekt for ikke-kapitalandele til engrosinvestorer).

Det følger af bestemmelsen, at: *"Ændringer i de regnskabsmæssige rammer ("within the accounting framework"), der gælder for en udsteder, bevirker ikke, at det reviderede årsregnskab skal korrigeres udelukkende til formål for prospektet"*.

Det er således kun, hvis udsteder ændrer regnskabsgrundlag (fx fra årsregnskabsloven til IFRS), at der er krav om, at udsteder omarbejder regnskaberne til brug for prospektet og således ikke ved ændringer i standarden, som fx når der bliver indført ændringer til IFRS-standarden om leasing.

Fuld omarbejdelse

Som det fremgår ovenfor, er de ansvarlige for prospektet ikke forpligtet til at korrigere det tidligste årsregnskab i prospekter, der dækker tre års regnskabsoplysninger.



Nogle udstedere vælger dog at omarbejde alle tre års historiske regnskaber, så regnskaberne i prospektet alle præsenteres efter samme standarder. Det fremgår af ESMA's retningslinjer, afsnit 70, at: *"Hvis de samlede årlige historiske regnskabsoplysninger, der skal indgå i prospektet, er blevet korrigeret i overensstemmelse med Kommissionens delegerede forordning, kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, fremlægge de korrigerede reviderede årsregnskaber og sammenligningstal i prospektet i stedet for det lovpligtige regnskab"*. Udsteders offentliggjorte regnskaber kan således erstattes af reviderede korrigerede regnskabsoplysninger, som dækker den periode, der kræves i henhold til Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980.

Udstedere, der kun er forpligtet til at medtage to års regnskaber, skal også være opmærksomme på dette, da de skal have to års reviderede regnskaber med. Hvis de vælger alene at medtage et års omarbejdede regnskaber med sammenligningstal, skal de medtage det oprindelige reviderede regnskab, der dækker det første år. Som nævnt ovenfor kan de alternativt vælge at medtage to års omarbejdede reviderede regnskaber i prospektet.

Hvis kravet om at korrigere de historiske regnskabsoplysninger vedrører prospekter, der kun skal omfatte ét års historiske regnskabsoplysninger, skal de personer, der er ansvarlige for prospektet, omarbejde de historiske regnskabsoplysninger for det pågældende år og forelægge dem i henhold til de nye regnskabsrammer. Hvis det i henhold til de gældende regnskabsrammer er et krav, at regnskabet for det sidste år skal omfatte sammenligningstal, og udsteder udarbejder regnskaber, der indeholder sammenligningstal, skal disse medtages i prospektet. Hvis det ikke er påkrævet i henhold til de gældende regnskabsrammer, er det imidlertid ikke nødvendigt at fremlægge sammenligningstallene i de nye regnskabsrammer udelukkende med henblik på prospektet.

Overgangstilgang (bridge approach)

Hvis de ansvarlige for et prospekt, hvor der er krav om at medtage tre års regnskabshistorik, vælger kun at omarbejde det seneste årsregnskab med sammenligningstal, som er det påkrævede, bør de ifølge ESMA's retningslinjer (retningslinje 15) anvende en overgangstilgang (bridge approach).

Ved at benytte "overgangstilgangen" er det regnskab, der dækker det midterste år, både med i prospektet efter de oprindelige regnskabsprincipper og som omarbejdede sammenligningstal. På den måde anvendes den midterste periode som en overgang mellem det første og det tredje år, der er udarbejdet efter forskellige regnskabsprincipper.

Nedenstående figur illustrerer situationen, hvor en udsteder historisk har udarbejdet regnskaber efter DK GAAP, og i forbindelse med optagelse til handel fremadrettet skal udarbejde regnskaber efter IFRS. For at leve op til kravet om, at det seneste regnskab med sammenligningstal er præsenteret i en form, som er i overensstemmelse med den, der vil blive anvendt i udsteders næste offentliggjorte årsregnskab, er det seneste regnskab med sammenligningstal omarbejdet til IFRS. For 2020 medtages både det oprindelige regnskab og det omarbejdede regnskab for at bygge bro imellem de to præsentationsformer (se tabel øverst på siden).

Overgangstilgangen skal anvendes konsekvent igennem prospektet, når regnskabsoplysninger gengives, herunder i prospektets resume.

	2025	2024	2024	2023
Poster i årsregnskabet	Regnskab omarbejdet til IFRS	Sammenligningstal for 2024 omarbejdet til IFRS	Tidligere offentliggjort regnskab efter DK GAAP	Tidligere offentliggjort regnskab efter DK GAAP

Anvendelse af overgangstilgangen for prospekter, der omfatter tre års regnskabsoplysninger, jf. ESMA's retningslinjer.

Derudover skal de ansvarlige for prospektet være opmærksomme på, om præsentationsformen for de oprindelige regnskaber er tilstrækkelig kompatibel med præsentationsformen for de omarbejdede regnskaber, når regnskaberne skal beskrives. Hvis de ansvarlige for prospektet mener, at der ikke er tilstrækkelig overensstemmelse, skal de fremlægge de historiske regnskabsoplysninger, der er udarbejdet i henhold til de to præsentationsformer, hver for sig.

Revision af ændrede regnskaber

De regnskaber, der inkluderes i prospektet, skal være reviderede, se afsnittet *Revideret uafhængigt*. Det gælder også for omarbejdede regnskaber som omhandlet i afsnittet *Ændring af regnskabsramme.*

En udsteder, der skal medtage tre års regnskaber, skal omarbejde det seneste regnskab med sammenligningstal. Idet de ændrede regnskaber skal være reviderede, skal der medtages en revisionsrapport, hvoraf det fremgår, at de omarbejdede regnskaber giver et "true and fair view" af udsteders finansielle resultater og "position", og hvor relevant udsteders pengestrømme.

I tilfælde, hvor regnskaberne er blevet omarbejdet som følge af andre krav fra myndighederne, fx på grund af fejl eller mangler i regnskabet, skal de omarbejdede regnskaber medtages i prospektet sammen med de originale regnskaber. Det gælder dog ikke, hvis de originale regnskaber officielt er blevet korrigeret. I sådanne tilfælde vil det afhænge af den enkelte sag, om der er krav om, at de omarbejdede regnskaber bliver reviderede (ESMA, retningslinje 16).

Regnskabernes alder

Datoen på balancen for det seneste års reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end én af følgende:

a) 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet, hvis udsteder medtager et revideret foreløbigt regnskab i registreringsdokumentet

b) 16 måneder fra datoen for registreringsdokumentet, hvis udsteder medtager et urevideret foreløbigt regnskab i registreringsdokumentet.

Kravet gælder for alle prospekttyper med undtagelse af EU-opfølgningsprospektet (og fritagelsesdokumentet bilag I). Forklaringen er ifølge ESMA, at kravet er medtaget for at fange de udstedere, der ikke er omfattet af transparensdirektivet og derfor ikke nødvendigvis er omfattet af et krav til at offentliggøre reviderede regnskaber senest fire måneder efter regnskabsårets afslutning.

De udstedere, der har værdipapirer optaget til handel på First North Growth Market og derved ikke er omfattet af transparensdirektivet, er omfattet af markedspladsens krav om at offentliggøre regnskabet senest fire måneder efter regnskabsårets afslutning.

Midlertidige regnskaber

Kravet om midlertidige regnskaber i prospektet afhænger af, hvilke regler prospektet bliver udarbejdet efter.

I registreringsdokumentet for værdipapirer, der er kapitalandele (bilag 1 i forordning (EU) 980/2019), er der krav om at medtage kvartals- eller halvårsregnskaber, hvis udsteder har udarbejdet sådanne. Kravet i den engelske version har følgende formulering: *"If the issuer has published quarterly or half-yearly financial information since…"*. Kravet omfatter således kvartals- eller halvårsregnskaber, som udsteder har offentliggjort. Internt udarbejdede midlertidige regnskaber er derved ikke omfattet af kravet.

ESMA har forholdt sig til den situation, at udsteder har offentliggjort både kvartals- og halvårsregnskab siden deres seneste årsregnskab (ESMA's Questions and Answers, Prospectuses, spørgsmål 24). Det er ESMA's vurdering, at hvis udsteder har offentliggjort både kvartalsregnskab for Q1 og halvårsregnskab, er det tilstrækkeligt at medtage halvårsregnskabet. Hvis udsteder har offentliggjort både halvårsregnskab og kvartalsregnskab for Q3, skal både kvartalsregnskabet og halvårsregnskabet medtages, medmindre der vil være tale om gentagelse af information. Herved må forstås, at hvis kvartalsregnskabet for Q3 er udarbejdet efter de samme kriterier som halvårsregnskabet og indeholder år-til-dato-tal for resultatopgørelsen, er det tilstrækkeligt at medtage kvartalsregnskabet.

Samme krav gør sig gældende for vækstorienterede EU-udstedelsesprospekter, både for værdipapirer, der er kapitalandele og for værdipapirer, der ikke er kapitalandele. Derudover gælder kravet også for værdipapirer, der ikke er kapitalandele for detailinvestorer.

Ud over kravet om at medtage offentliggjorte kvartals- eller halvårsregnskaber er der i registreringsdokumentet for værdipapirer, der er kapitalandele, i registreringsdokumentet for det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt og i registreringsdokumentet for værdipapirer, der ikke er kapitalandele for detailinvestorer, et krav om at medtage foreløbige regnskabsoplysninger, hvis registreringsdokumentet er dateret mere end ni måneder efter datoen for det seneste reviderede årsregnskab.

De midlertidige regnskaber skal som min. dække regnskabsårets første seks måneder.

Hvis udsteder er omfattet af forordning (EF) nr. 1606/2002, skal de midlertidige regnskabsoplysninger udarbejdes i henhold til disse krav.

For udstedere, der ikke er omfattet af disse krav, gælder, at de foreløbige regnskabsoplysninger skal indeholde sammenlignelige oplysninger for samme periode i det foregående regnskabsår. Sammenligningstal for balancen kan opfyldes ved at sammenligne med balancen for årets udgang.

De foreløbige regnskabsoplysninger kan være ureviderede. I så fald skal det fremgå af registreringsdokumentet.

I registreringsdokumentet for sekundære udstedelser af værdipapirer, der er kapitalandele (bilag 3 i forordning 2019/980), er der ikke krav om at medtage kvartalsregnskaber.

Dette registreringsdokument er det, der kan anvendes, når udsteder i minimum 18 måneder har haft aktier optaget til handel på et reguleret marked eller et SMV-vækstmarked.

Som behandlet i afsnittet *Relevante perioder* er kravet her, at udsteder skal medtage de regnskaber, udsteder er forpligtet til at offentliggøre i en periode på 12 måneder. Dvs. halvårlige og/eller årlige regnskaber, da der ikke er krav om at offentliggøre kvartalsregnskaber.

I fritagelsesdokumentets bilag I fremgår, at dokumentet skal indeholde regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber), der blev offentliggjort i løbet af de 12 måneder, der gik forud for offentliggørelsen af fritagelsesdokumentet. Her er der således heller ikke krav om at offentliggøre eventuelle kvartalsregnskaber.

Hvis udsteder offentliggør kvartalsregnskaber, giver det dog god mening at medtage regnskabet i prospektet på frivillig basis, ligesom det nok vil være forventet af de institutionelle investorer.

14.2 Regnskabsoplysninger i resuméet

Prospektet skal indeholde et resumé med de nøgleoplysninger, som investorer har brug for til at forstå karakteren af og risiciene ved udstederen, garanten og de værdipapirer, der udbydes eller optages til handel på et reguleret marked, og som læses sammen med prospektets andre dele for at gøre det lettere for investorerne at tage stilling til, om de vil investere i de pågældende værdipapirer.

Af prospektforordningens artikel 7 fremgår det, at resuméet bl.a. skal indeholde nøgleoplysninger om udstederen.

For så vidt angår nøgleoplysninger om udstederen, fremgår det, at resuméet bl.a. skal indeholde udvalgte vigtige historiske regnskabsoplysninger angivet for hvert regnskabsår i den periode, som de historiske regnskabsoplysninger vedrører, og eventuelle efterfølgende midlertidige regnskabsperioder ledsaget af sammenlignelige oplysninger for den samme periode i det foregående regnskabsår. Kravet om sammenlignelige balanceoplysninger opfyldes ved fremlæggelse af balanceoplysninger fra årets udgang. Vigtige regnskabsoplysninger omfatter, hvor det er relevant:

i. proformaregnskabsoplysninger

ii. en kort beskrivelse af eventuelle forbehold i revisionsrapporten om de historiske regnskabsoplysninger.

Kravet til resumé gælder ikke, når prospektet vedrører optagelse til handel på et reguleret marked af værdipapirer, der ikke er kapitalandele, hvis:

a) disse værdipapirer kun skal handles på et reguleret marked eller et specifikt segment heraf, som kun kvalificerede investorer kan få adgang til med henblik på handel med sådanne værdipapirer, eller

b) disse værdipapirer har en pålydende værdi pr. enhed på mindst 100.000 EUR.

EU-Kommissionen har med hjemmel i artikel 7, stk. 13, vedtaget tekniske standarder i form af delegeret forordning (EU) 2019/979 om bl.a. tekniske standarder for nøgleregnskabsoplysninger i prospektresuméet.

Af den delegerede forordning 2019/979 fremgår, at nøgleregnskabsoplysningerne i prospektresuméet skal bestå af de regnskabsoplysninger, der er omhandlet i bilagene til delegeret forordning (EU) 2019/980. Det betyder også, at der skal fremlægges nøgleregnskabsoplysninger for det antal år, der stilles krav om i den delegerede forordning 2019/980.

Derudover indeholder den delegerede forordning 2019/979 en række bilag med skemaer til brug for opstilling af nøgleregnskabsoplysninger i prospektet.

Fx fremgår det af tabel 1, 2 og 3 i bilag 1, hvordan opstillingen skal være for ikke-finansielle enheder (værdipapirer, der er kapitalandele) og af tabel 1, 2 og 3 i bilag 2, hvordan opstillingen skal være for ikke-finansielle enheder (værdipapirer, der ikke er kapitalandele).

- En angivelse, der er markeret med »*«, henviser til obligatoriske oplysninger eller tilsvarende oplysninger, hvis udstederen ikke anvender internationale regnskabsstandarder (IFRS). Udstederen kan anvende en anden titel til i alt væsentlighed at forelægge de samme oplysninger som omhandlet i tabellen, hvis denne alternative titel anvendes i udstederens regnskab.

- En postering, der er markeret med »#«, angiver, at disse oplysninger er obligatoriske, hvis de optræder andetsteds i prospektet.

Bilag 1:

Tabel 1 – Resultatopgørelse for ikke-finansielle enheder (værdipapirer, der er kapitalandele)

	År	År – 1	År – 2	Foreløbig	Sammenlignelig foreløbig fra samme periode i foregående år
*Samlede indtægter					
*Primært resultat eller en anden lignende måling af de finansielle præstationer anvendt af udstederen i regnskabet					
*Periodens resultat (for konsoliderede regnskaber periodens resultat, der kan henføres til indehavere af egenkapital i moderselskabet)					
#Årlig indtægtsstigning					
#Overskudsgrad					
#Nettooverskudsgrad					
#Indtjening pr. aktie					

Tabel 2 – Balance for ikke-finansielle enheder (værdipapirer, der er kapitalandele)

	År	År – 1	År – 2	Foreløbig
*Samlede aktiver				
*Samlet egenkapital				
#Nettogæld (langfristet gæld plus kortfristet gæld minus kontanter)				

Tabel 3 – Pengestrømsopgørelse for ikke-finansielle enheder (værdipapirer, der er kapitalandele)

	År	År – 1	År – 2	Foreløbig	Sammenlignelig foreløbig fra samme periode i foregående år
*Relevante nettopengestrømme fra driftsaktiviteter og/eller pengestrømme fra investeringsaktiviteter og/eller kontanter fra finansieringsaktiviteter					

Bilag 2:

Tabel 1 – Resultatopgørelse for værdipapirer, der ikke er kapitalandele

	År	År – 1	Foreløbig	Sammenlignelig foreløbig fra samme periode i foregående år
*Primært resultat eller en anden lignende måling af de finansielle præstationer anvendt af udstederen i regnskabet				

Tabel 2 – Balance for værdipapirer, der ikke er kapitalandele

	År	År – 1	Foreløbig
*Nettogæld (langfristet gæld plus kortfristet gæld minus kontanter)			
#Likviditetsgrad på lang sigt (omsætningsaktiver/kortfristede forpligtelser)			
#Gæld-egenkapital-forhold (samlet gæld/samlet egenkapital)			
#Rentedækningsgrad (driftsindtægter/renteudgifter)			

Tabel 3 – Pengestrømsopgørelse for værdipapirer, der ikke er kapitalandele

	År	År – 1	Foreløbig	Sammenlignelig foreløbig fra samme periode i foregående år
*Nettopengestrømme fra driftsaktiviteter				
*Nettopengestrømme fra finansieringsaktiviteter				
*Nettopengestrømme fra investeringsaktiviteter				

Hvis oplysninger, der er omhandlet i de relevante tabeller, ikke indgår i udstederens regnskaber, skal udstederen fremlægge en tilsvarende post fra regnskabet i stedet.

Derudover fremgår det af delegeret forordning 2019/979, at udstederen kan medtage yderligere poster eller alternative præstationsmålinger i prospektresuméet, hvis det drejer sig om nøgleregnskabsoplysninger om udstederen eller om de værdipapirer, der udbydes eller optages til handel på et reguleret marked.

Proformaregnskabsoplysninger i resuméet

Som det fremgår ovenfor, omfatter vigtige regnskabsoplysninger proformaregnskabsoplysninger, når det er relevant. Af den delegerede forordning 2019/979 fremgår det, at: *"Hvis proformaoplysninger, som skal indgå i prospektresuméet, påvirker de nøgleregnskabsoplysninger, der er omhandlet i den relevante tabel i bilag I-VI til denne forordning, skal disse proformaoplysninger fremlægges i supplerende kolonner i tabellerne i bilag I-VI til denne forordning eller som en særskilt tabel. Proformaoplysninger ledsages af en kort forklaring af tallene i de supplerende kolonner eller den særskilte tabel, hvis det er nødvendigt for forståelsen heraf"*.

Derudover fremgår det, at hvis udsteder i tilfælde af en væsentlig bruttoændring ikke har været i stand til at opstille proformaregnskabsoplysninger, men i stedet har lavet en beskrivelse af transaktionen, skal der i resuméet medtages en erklæring herom.

Kompleks regnskabshistorie i resuméet

Hvis udstederen har en kompleks finansiel historik, fremlægges nøgleregnskabsoplysningerne i prospektresuméet på en måde, som er i overensstemmelse med prospektet, og ved brug af de relevante tabeller i bilag I-VI til den delegerede forordning.

14.3 Alternative præstationsmålinger (APM)

Mange udstedere anvender alternative præstationsmålinger, når de skal fremlægge deres finansielle oplysninger. ESMA mener, at udstedere eller personer med ansvar for prospektet, som beslutter at angive alternative resultatmål, bør gøre dette på en måde, som er hensigtsmæssig og nyttig for brugernes beslutningstagning, og har derfor udstedt retningslinjer på området (APM-retningslinjer).

Formålet med ESMA's APM-retningslinjer er at forbedre transparens, sammenlignelighed og forståelighed ved anvendelse af alternative resultatmål. ESMA's APM-retningslinjer har betydning for indholdet af ledelsesberetningen, prospekter og øvrig finansiel information.

Det fremgår af ESMA's oversigt over, hvilke lande der følger retningslinjerne, at Danmark følger APM-retningslinjerne. APM-retningslinjerne er dog ikke implementeret i årsregnskabslovens krav til ledelsesberetningen, hvorfor de ikke kan håndhæves direkte i forhold til ledelsesberetninger.
I forhold til oplysningerne i prospektet følger Finanstilsynet APM-retningslinjerne, når de skal godkende prospektet. Det er i den forbindelse ESMA's vurdering, at det overordnede krav om, at oplysninger i prospektet skal være forståelige, bevirker, at APM'er, der benyttes i prospekter, er omfattet af APM-retningslinjerne. Det er PwC's holdning, at virksomheden også bør overveje at efterleve APM-retningslinjerne i ledelsesberetningen, fx fordi udenlandske investorer har en forventning herom.

APM-retningslinjerne finder anvendelse i ledelsesberetningen og periodemeddelelser, hvis ledelsen kommenterer på andre tal end IFRS-tal. APM-retningslinjerne finder



ikke anvendelse på mellemtotaler i selve regnskabsopstillingerne eller noterne, fordi der her er tale om tal, som kan udledes direkte af IFRS-regnskabet.

Det følger af ESMA's Q&A om alternative resultatmål spørgsmål fire og otte, at retningslinjerne også gælder for periodemeddelelser, hvis de offentliggøres som intern viden.

APM-retningslinjerne finder heller ikke anvendelse på AMP'er, der er offentliggjort som følge af efterlevelsen af andre regelsæt. Det betyder, at APM-retningslinjerne fx ikke finder anvendelse på værdier benyttet i prospektet som følger af krav om proformaregnskabsoplysninger, transaktioner med nærtstående, forventninger, driftskapital samt kapitalisering og gæld, hvor der gælder særlige krav i prospektreglerne. Derimod gælder APM-retningslinjerne, når der i prospektet kommenteres på de APM'er, der er benyttet i regnskabet, fx i afsnittet om gennemgang af drift og regnskaber.

Selvom fritagelsesdokumentet reelt ikke er et prospekt, er det PwC's vurdering, at APM-retningslinjerne også gælder for fritagelsesdokumentet på samme måde, som de gælder for prospekter.

Definition

Ved APM forstås finansielle mål af historiske eller fremtidige resultater, finansiel stilling eller pengestrømme ud over, hvad der er defineret af eller måske i direkte konflikt med reglerne i IFRS eller lignende regelsæt.

APM'er er normalt afledt af eller baseret på de finansielle rapporter udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsreglerne, almindeligvis ved at tillægge eller fratrække beløb fra regnskabsposterne eller mellemtotalerne.

Eksempler på APM'er: operationelt resultat, kontantbaserede resultatmål, resultater før engangsposter, EBITDA (i den funktionsopdelte resultatopgørelse), nettogæld, organisk vækst eller lignende betegnelser, der beskriver justeringer til poster og mellemtotaler i typisk resultatopgørelsen, balancen eller pengestrømsopgørelsen.

Krav

Anvendte APM'er skal defineres. Herunder skal komponenter, beregningsmetoder og væsentlige antagelser beskrives. Selskabet skal også oplyse, om APM'er relaterer sig til selskabets historiske eller forventede præstationer. Beskrivelsen skal give læseren en forståelse for deres relevans og pålidelighed.

Informationen skal være relevant og virksomhedsspecifik, og derfor skal almindelige væsentlighedsbetragtninger også iagttages ved brug af APM'er, og standardformuleringer bør undgås, hvis de ikke er virksomhedsspecifikke.

Anvendte APM'er må ikke have vildledende betegnelser, men skal betegnes efter indhold eller beregningsmetode.

Der skal udarbejdes en afstemning af APM til en regnskabspost eller mellemtotal i regnskabet for den tilsvarende periode. Væsentlige afstemningsposter skal præsenteres og forklares særskilt. Hvis en afstemningspost ikke direkte kan udledes af regnskabet, skal det forklares, hvordan den er beregnet.

APM'er må ikke gives en mere fremtrædende rolle end de oplysninger, der stammer direkte fra regnskabsoplysningerne. Det følger af ESMA's Q&A om alternative resultatmål, at der ved fremtrædende rolle er tale om et kvalitativt kriterie mere end kvantitativt. Forstået på den måde, at det er et spørgsmål om, hvordan de enkelte mål præsenteres i dokumentet, herunder i forhold til skriftstørrelsen, placering i dokumentet og længden af analysen af resultatmålet.

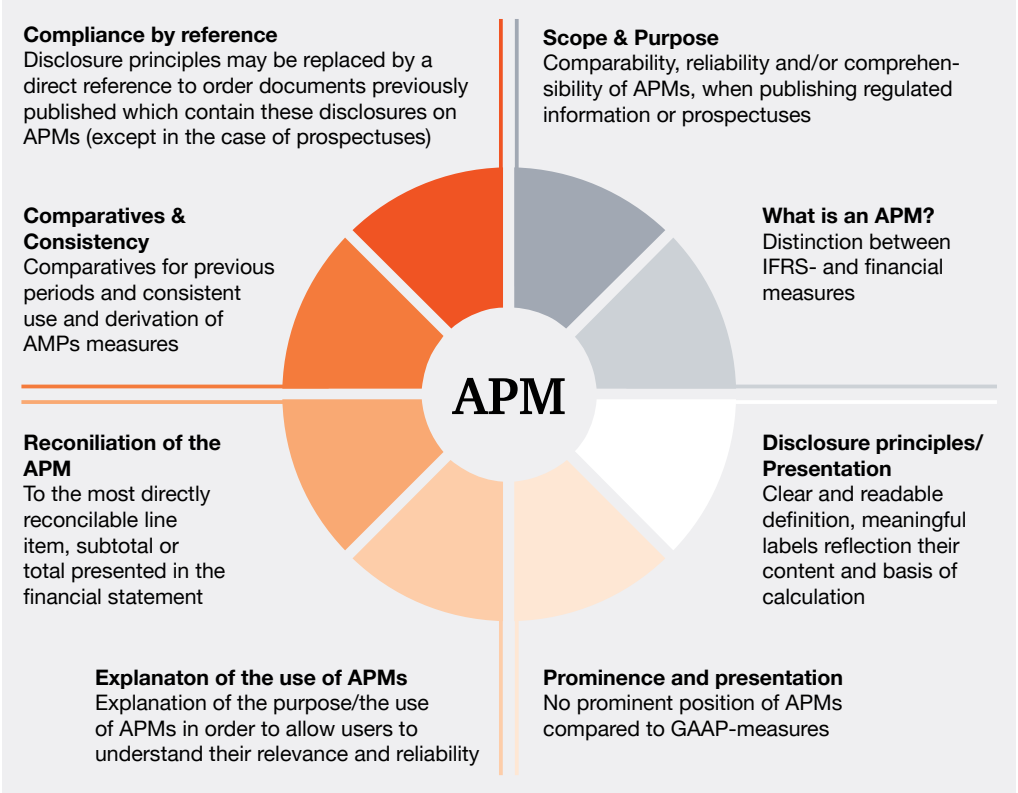
Ved anvendelse af APM'er skal der også gives sammenligningstal. Hvis de vedrører forventninger eller estimater, skal der i stedet gives senest tilgængelige historiske data til sammenligning.

APM'er skal beregnes og anvendes konsistent på tværs af regnskabsperioder. Ændringer i beregning eller anvendelse skal forklares, og de nye APM'er skal præsenteres med sammenligningstal. Hvis en udsteder vælger at stoppe med brugen af et APM, skal det forklares, hvorfor det specifikke APM ikke længere er relevant.

Som udgangspunkt kan kravene opfyldes ved at henvise til andre dokumenter, hvor de krævede oplysninger er givet. Det gælder dog ikke direkte for prospekter, hvor prospektreglernes krav til at medtage oplysninger ved henvisning også skal tages i betragtning.

Kravene er sammenfattet i figuren nedenfor.

Nedenfor er vist et eksempel på, hvordan kravene til APM kan opfyldes i et prospekt:



A Consistent and accurate introduction of the reconciliation

B Prominence of the APM that is being reconciled

C Clear cross-referencing and explanation in footnotes of the adjustments made to arrive at the APM; footnotes are sufficiently detailed to reconcile these to the P&L or notes disclosed elsewhere in the prospectus

D Separate footnotes explaining all adjustments made for non-operating results

Eksempel på afstemning i prospektet, PwC IPO Bootcamp

Reconciliation of the APM

The following table provides a reconciliation of our EBITDA to the operating result and the income before tax: **A**

	For the six-month period ended June 30		For the financial year ended December 31		
	2016	**2015**	**2015**	**2014**	**2013**
	(unaudited) (in EUR million)		(audited) (in EUR million)		
EBITDA **B**	2,385	2,332	4,521	4,297	4,194
Operating depreciation and amortization[1)]	-719	-641	-1,471	-1,438	-1,350
Operating result **C**	1,666	1,691	3,050	2,859	2,844
Non-operating result	399[2)]	195[3)]	50[4)]	-83[5)]	-832[6)]
Financial result	-452	-19 **D**	-302	-555	-567
Income before tax	1,613	867	2,798	2,221	1.445

C 1) Operation depreciation and amortization does not include non-operating depreciation and amortization which is presented as part of the non-operating result as defined in "12.5.3 Operating Result and Non-Operating Result".

2) Including (i) EUR 204 million impairments for the gas storage facilities of the Grid & Infrastructure Segment, (ii) gains in the amount of EUR 352 million resulting from the fair valuation of derivatives and {iii) a gain in the amount of EUR 250 million from a compensation payment in connection with the settlement of gas storage contracts with RWEST.

3) Including (i) gains in the amount of EUR 139 million resulting from the fair valuation of derivatives and (ii) gains from disposals in the amount of EUR 54 million, induding a subsequent purchase price payment we received for the sale of shares in the wind offshore project Nordsee One in our Renewables Segment.

D 4) Including (i) impairments in the amount of EUR 167 million mainly related to the IT infrastructure in our Retail Segment, specifically relating to our UK operations, (ii) positive effects from restructuring in the amount of EUR 15 milllion, (iii) gains from disposals in the amount of EUR 65 milllion and (iv) positive effects from the fair valuation of derivatives in the amount of EUR 135 million.

5) Including (i) effects from restructurings in the amount of negative EUR 103 million, partly related to part-time retiree and early retirement contracts, (ii) gains from disposals in the amount of EUR 33 million, and (iii) effects from the fair valuation of derivatives in the amount of negative EUR 14 million. In 2014, no impairments were recorded as part of the nonoperating result.

6) Including (i) impairments in the amount of EUR 799 million (mainly related to our Spanish onshore wind farms in the Renewables Segment in the amount of EUR 266 million, our offshore wind farm Nordsee Ost in the Renewables Segment in the amount of EUR 260 million, and our gas storage assets in the Grid & Infrastructure Segment in the amount of EUR 181 million), (ii) effects from restructurings in the amount of negative EUR 315 million, partly related to part-time retiree and early retirement contracts, (iii) gains from disposals in the amount of EUR 211 million, mainly related to the sale of a customer portfolio in the UK to Telecom Plus in the amount of EUR 199 million, and (iv) effects from the fair valuation of derivatives in the amount of EUR 24 million.

Fremlæggelse af APM'er

Det fremgår af delegeret forordning (EU) 2019/979, artikel 16, stk. 1, litra d, at oplysninger vedrørende udbud af værdipapirer til offentligheden eller optagelse til handel på et reguleret marked, der fremlægges mundtligt eller skriftligt, uanset om det sker i form af en annoncering eller med andre formål, ikke må indeholde APM'er, medmindre de indgår i prospektet.

Hvis en udsteder benytter sig af APM'er i sin præsentation af selskabet, er det nødvendigt, at disse APM'er er medtaget i prospektet og opfylder de krav, der er til beskrivelsen af dem.

ESMA har i sin Q&A på prospektområdet taget stilling til, hvad en udsteder skal gøre, hvis der på et investormøde eller tilsvarende bliver efterspurgt oplysninger om et APM, som ikke er medtaget i prospektet.

Det følger af ESMA's svar, at hvis investorpræsentationen finder sted inden prospektets offentliggørelse, kan udsteder omtale det pågældende APM, men er forpligtet til at medtage relevante oplysninger om det pågældende APM i prospektet.

Hvis udsteder allerede har offentliggjort et godkendt prospekt og omtaler det pågældende APM, er udstederen forpligtet til efterfølgende at udarbejde et tillægsprospekt, hvor de relevante oplysninger om det pågældende APM adresseres for at leve op til kravet i den delegerede forordning. Alternativt skal udstederen afslå at give oplysninger om det pågældende APM.

14.4 Gennemgang af drift og regnskaber (OFR)

I prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele, jf. bilag 1, pkt. 7, er der krav om at medtage en gennemgang af drift og regnskaber (Operating and Financial Review, OFR). Bemærk, at kravet er erstattet af et krav om, at oplysningerne fra udsteders ledelsesberetning fra seneste årsregnskab medtages ved henvisning eller inkluderes i prospektet i de nye krav til det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt. De nye krav fandt anvendelse fra den 5. marts 2026. Det samme gælder for det udkast til ændring af EU-Kommissionens delegerede forordning, som Kommissionen har offentliggjort den 11. februar 2026. De nye krav til prospektet for værdipapirer, der er kapitalandele, finder anvendelse fra den 5. juni 2026.

Vær opmærksom på, at kravet i det vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt alene gælder for værdipapirer, der er kapitalandele, udstedt af selskaber med en markedsværdi på over 200 mio. EUR.

Gennemgangen skal bistå investorerne med at vurdere udsteders virksomhed, finansielle tilstand og resultater og informere investorerne om eventuelle væsentlige ændringer i udstederens resultater.

Fritagelsesdokumentet bilag II skal indeholde oplysninger om udsteder, der svarer til de oplysninger, der er krævet i bilag 1 til delegeret forordning (EU) 2019/980, hvorfor kravet om gennemgang af drift og regnskaber også gælder her.

Punkt 7.1.1	Hvis dette emne ikke behandles andetsteds i registreringsdokumentet, skal der gives en beskrivelse af udsteders finansielle tilstand, ændringer heri og driftsresultatet for hvert år og den delvise periode, der kræves historiske regnskabsoplysninger for, herunder årsagen til væsentlige ændringer fra år til år i regnskabsoplysningerne i det omfang, som er nødvendigt for at skabe sig et billede af udsteders samlede virksomhed. Redegørelsen skal være en afbalanceret og omfattende analyse af virksomhedens forretningsmæssige udvikling og resultat samt af dens stilling i overensstemmelse med virksomhedens størrelse og kompleksitet. I det omfang, det er nødvendigt for forståelsen af udsteders virksomhedsudvikling, resultat eller stilling, skal analysen indeholde både finansielle og ikkerfinansielle nøgleresultatindikatorer, som er relevante for de specifikke aktiviteter. Hvor det er relevant, skal analysen indeholde henvisninger samt supplerende forklaringer til de beløb, der præsenteres i årsregnskabet.
Punkt 7.1.2	Hvis dette emne ikke behandles andetsteds i registreringsdokumentet, og i det omfang, som er nødvendigt for at skabe sig et billede af udsteders samlede virksomhed, skal beskrivelsen ligeledes indeholde en vurdering af: a) udsteders forventede fremtidige udvikling b) forsknings- og udviklingsaktiviteter. De krav, der er anført i punkt 7.1, kan opfyldes ved at medtage den ledelsesberetning, der er anført i artikel 19 og 29 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU (*).

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 1, punkt 7.1.1 og 7.1.2

Udvalgte regnskabsoplysninger

Det tidligere krav om at medtage udvalgte regnskabsoplysninger i prospektet blev slettet med EU-Kommissionens delegerede forordning 2019/980. Argumentet er, at der allerede er udvalgte regnskabsoplysninger med i prospektets resumé.

Mange udstedere vælger dog fortsat at starte prospektets afsnit om gennemgang af drift og regnskaber med en oversigt over udsteders udvalgte regnskabsoplysninger. På trods af det overordnede krav om, at prospektet ikke skal indeholde gentagelser, synes dette at være en accepteret praksis.

Overordnede principper

Det følger af ESMA's retningslinjer (retningslinje 1), at de ansvarlige for prospektet bør sikre, at gennemgangen af drift og regnskaber er skræddersyet til målgruppen, dækker en relevant tidsramme og er både pålidelig og sammenlignelig.

De ansvarlige for prospektet skal sikre, at gennemgangen af drift og regnskaber:

- fokuserer på forhold, der er relevante for investorerne
- giver oplysninger om udsteders resultater, herunder udpeger de tendenser og faktorer, der er relevante for investors vurdering af fortiden, og som sandsynligvis vil påvirke udsteders virksomhed i efterfølgende perioder og med hensyn til at nå dens mål, i de perioder de historiske regnskabsoplysninger dækker
- er neutral og fordomsfri, og at positive og negative aspekter behandles på en afbalanceret måde
- kan sammenlignes med oplysninger, der er anført andetsteds i prospektet, fx i udstederens historiske regnskabsoplysninger for den relevante periode.

Indholdet af gennemgangen af drift og regnskaber

De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør ifølge ESMA sikre, at gennemgangen af drift og regnskaber giver oplysninger om afkast til aktionærer, herunder oplysninger om udlodninger og tilbagekøb af aktier, og at den gør det lettere for en investor at vurdere den fremtidige bæredygtighed af indtjening og pengestrømme.

Der bør medtages oplysninger om væsentlige elementer i udstederens indtjening og pengestrømme og udstederens væsentlige forretningsaktiver og -passiver. For begge forhold bør det fremgå, i hvilket omfang de er tilbagevendende elementer, og i hvilket omfang de sandsynligvis vil blive påvirket af udstederens finansielle og ikke-finansielle målsætninger og strategi (fx ved at offentliggøre oplysninger om miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige spørgsmål).

I gennemgangen af drift og regnskaber bør der tages hensyn til resultaterne i forbindelse med udsteders målsætninger. Oplysningerne bør omfatte eventuelle særlige faktorer, der har påvirket resultaterne i den pågældende periode. Dette omfatter faktorer, hvis virkning ikke kan kvantificeres, og særlige engangsposter,* der er afdækket i samme regnskabsperiode.

Udsteders materielle aktiver og passiver samt ændringer fra år til år bør drøftes, i det omfang det bidrager til at give et fyldestgørende billede af udstederens virksomhed og aktiviteter.

Hvis gennemgangen af drift og regnskaber indeholder oplysninger om fremtidig udvikling eller fremtidige aktiviteter inden for forskning og udvikling, bør oplysningerne



* Punkt 25 i ESMA's APM-retningslinjer uddyber begrebet engangsposter: *"Udstedere eller personer med ansvar for prospektet bør ikke fejlbetegne poster som værende engangsposter, sjældne eller usædvanlige. Poster, som har påvirket tidligere perioder, og som vil påvirke fremtidige perioder, vil f.eks. sjældent blive betragtet som engangsposter eller sjældne eller usædvanlige poster (som f.eks. omstruktureringsomkostninger eller nedskrivninger)"*.

være afbalancerede og i overensstemmelse med oplysningerne andetsteds i prospektet.

Mange udstedere vælger, når de skal vise virksomhedens forretningsmæssige udvikling og resultat, at forklare de enkelte årlige ændringer i resultatopgørelsen, balancen og pengestrømsopgørelsen ved en gennemgang af alle poster i regnskabet.

Anvendelse af ledelsesberetningen

I kravet til gennemgang af drift og regnskaber i prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele, fremgår det, at kravet kan opfyldes ved at medtage den ledelsesberetning, der er anført i artikel 19 og 29 i Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU.

Det er tilfældet, da kravet til gennemgang af drift og regnskaber er blevet ensrettet med kravet til ledelsesberetningen i regnskabsdirektivet. Det er dog ikke alle krav fra regnskabsdirektivet, der er videreført i kravet. Fx er beskrivelse af risikofaktorer ikke videreført, da risikofaktorafsnittet er et selvstændigt afsnit i prospektkravene. Det samme gør sig gældende for oplysninger om miljøforhold og medarbejdere.

Til gengæld er oplysningskravet om forskning og udviklingsaktiviteter, der tidligere var et særskilt oplysningskrav i prospektreglerne, flyttet ind under gennemgangen af drift og regnskaber.

Det er således muligt at opfylde kravet om gennemgang af drift og regnskaber ved at medtage ledelsesberetningen i prospektet, eventuelt ved henvisning. ESMA skriver i den forbindelse i deres retningslinjer, at de ansvarlige for prospektet i det tilfælde bør sikre, at ledelsesberetningen er forståelig og i overensstemmelse med prospektet.

Når ledelsesberetningen anvendes i prospektet, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, vurdere, om ledelsesberetningen stadig er ajour og i overensstemmelse med oplysningerne i prospektet. De bør fx kontrollere, at oplysningerne om driftsresultater, kapitalressourcer og eventuelle fremadrettede oplysninger såsom tendenser og resultatforventninger er ajourført. Hvis dette ikke er tilfældet, bør oplysningerne præciseres i det omfang, de er væsentlige. Fx bør der gives yderligere oplysninger, hvis der er sket en ændring i koncernstrukturen, og der bør foretages præciseringer, hvis der er tvivl om visse forklaringer i ledelsesberetningen. Alle ajourførte oplysninger bør være tydeligt mærket, så de adskiller sig fra den oprindelige tekst i ledelsesberetningen.

Hvis gennemgangen af drift og regnskaber dækker de seneste tre år og en eventuel efterfølgende foreløbig regnskabsperiode, bør de tilhørende ledelsesberetninger dække samme periode.

Hvis ikke-finansielle oplysninger ikke er med i ledelsesberetningen, men offentliggjort i en selvstændig rapport, og oplysningerne er væsentlige for opfyldelse af prospektforordningen, bør disse oplysninger også indgå i prospektet.

Driftsresultater

I prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele, er der krav om at oplyse om faktorer, der har indflydelse på udsteders driftsresultater.

Foruden den beskrivelse, der skal gives af de væsentligste ændringer fra år til år i selskabets driftsresultater, skal prospektet indeholde et afsnit, hvor de væsentligste faktorer, der har indflydelse på udsteders driftsresultat, oplyses. Der er således tale om overordnede forhold, som har haft indflydelse på de historiske driftsresultater.

Punktet er som udgangspunkt bagudskuende, men udsteder kan i afsnittet forholde sig til, om der er tale om engangsposter, eller om forholdene også vil have indflydelse på fremtidige driftsresultater. I den forbindelse skal udsteder være opmærksom på, om det er forhold, der skal afspejles i forventningerne og i risikoafsnittet.

Punkt 7.2.1	Oplysninger om væsentlige faktorer, herunder usædvanlige eller sjældne begivenheder eller nye udviklinger med væsentlig indflydelse på udsteders driftsindtægter med angivelse af, hvilke indtægter der blev påvirket af disse begivenheder.

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 1, punkt 7.2

14.5 Resultatforventninger og resultatprognoser

I prospekter, der vedrører kapitalandele (standardprospektet, EU-vækstprospektet, prospektet for sekundære udbud, genopretningsprospektet og fritagelsesdokumentet bilag II), er der krav om at medtage resultatforventninger eller resultatprognoser, hvis udsteder har offentliggjort sådanne.

Resultatprognose ("profit forecast", jf. den engelske tekst) er en formulering, hvori der direkte eller indirekte indgår et beløb eller et minimum- eller maksimumbeløb for det forventede over- eller underskud for den igangværende regnskabsperiode og/eller de efterfølgende regnskabsperioder, eller som indeholder data, der kan anvendes til at beregne et sådant beløb for fremtidige resultater, selv om ordet "resultat" ikke anvendes.

Resultatforventninger ("profit estimate", jf. den engelske tekst) er defineret som en resultatprognose for en regnskabsperiode, som er udløbet, og hvis resultat endnu ikke er offentliggjort.

Finanstilsynet har i sit nyhedsbrev for kapitalmarkedsområdet, februar 2022, "Resultatforventninger og -prognoser i prospekter", anført, at: *"Fælles for både en resultatforventning og -prognose er, at det skal være muligt at udlede udsteders forventninger til over- eller underskuddet, dvs. resultatet.*

Det betyder bl.a., at en udmelding om, hvad udsteder forventer i omsætning, ikke automatisk udgør en resultatforventning og -prognose. Melder udsteder dog samtidig sine forventninger til omkostninger ud, vil forventningen udgøre en resultatforventning og -prognose. Forventninger til EBIT, EBITDA og lignende vil typisk udgøre en resultatforventning og -prognose".

Finanstilsynet henviser desuden til ESMA's Q&A om prospektforordningen, der nærmere definerer, hvornår der er tale om en resultatforventning eller -prognose. I ESMA's Q&A 7.3 fremgår det, at: *"det forventede over- eller underskud" ikke alene refererer til over- eller underskud for året (bottom line of the profit and loss account) / (bottom line of statement of profit or loss and other comprehensive income) / (net profit or loss), men også til andre mål for rentabilitet, når disse mål formidler en forventning om en fremtidig præstation, herunder EBIT, EBITDA, EBT og lignende og justerede versioner, så som "adjusted EBIT" eller "recurring net income""*.

Derudover påpeger ESMA, at udmeldinger, hvor det er muligt at ekstrahere en resultatprognose, vil blive betragtet som en resultatprognose. Det kan fx være en formulering som: *"omsætning for Q4 såvel som omkostninger forventes at være det samme som året før"*. Derudover påpeger ESMA, at anvendelsen af udsagnsordet ikke vil have indflydelse på, om det er en resultatprognose eller -forventning eller ej. Hvis der oplyses om et fremtidigt resultat, vil det være en resultatprognose eller -forventning, uanset om det er formuleret som: *"vi håber at opnå…"*, *"vi stræber efter…"*, eller *"vores mål er…"*.

Endelig fremgår det, at: *"Long term financial objectives, for several future periods (aggregated or not) or for a distant future period may be considered profit forecasts depending on facts and circumstances, such as the context and the way they are presented"*. Kravet i den delegerede forordning dækker således ikke kun de kortsigtede prognoser, men også eventuelle langsigtede prognoser eller "mid term targets", hvis de er udformet som forventninger til resultatet, jf. ovenfor.

Ifølge Finanstilsynet og ESMA skal det være muligt at udlede en forventning til resultatet ("profit or loss", jf. den engelske tekst), før der er tale om en resultatprognose eller -forventning i forordningens forstand. Forventninger til årets indtægter, omsætning eller driftsmargin er eksempler på forventninger, der ikke i sig selv udgør resultatprognoser eller -forventninger. Udsteder skal dog være opmærksom på, om der er andre oplysninger, der gør, at en resultatforventning kan udledes.

Ifølge årsregnskabsloven skal ledelsesberetningen i årsrapporten beskrive virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen. Det fremgår af forarbejderne til årsregnskabsloven, at oplysningerne om forventet udvikling så vidt muligt skal være med niveauangivelse af væsentlige hovedtal som forventet resultat, omsætning mv. Udgangspunktet vil derfor være, at udsteder som min. har offentliggjort en resultatprognose for det kommende regnskabsår og derfor skal medtage denne i prospektet.

I forhold til mid term targets vil det dog være muligt i prospektet at medtage forventninger eller mål til fx indtjening eller omsætning, der derved ikke udgør en resultatprognose, og derfor ikke udløser de krav, der er i prospektforordningen til resultatprognoser, jf. afsnittet *Krav*, nedenfor.

Hvis en resultatprognose eller -forventning er blevet offentliggjort, men ikke længere er gældende, skal der i prospektet gives en udtalelse herom og en forklaring af, hvorfor en sådan forventning eller prognose ikke længere er "gældende" ("valid", jf. den engelske tekst). Reglen må ses som et udtryk for, at reglerne også gælder for selskaber, der ikke er omfattet af oplysningsforpligtelsen i markedsmisbrugsforordningen, da resultatprognoser eller -forventninger for selskaber omfattet af markedsmisbrugsforordningen altid vil skulle være gældende. Derimod kan et selskab, der ikke er optaget til handel på et marked (reguleret marked eller multilateral handelsfacilitet) og derved ikke omfattet af markedsmisbrugsforordningen, godt have en resultatprognose i deres tidligere offentliggjorte årsrapport, som ikke længere er gældende, hvis der er forhold, der har ændret sig siden udarbejdelsen af årsrapporten.

Krav

ESMA skriver i sine anbefalinger til EU-Kommissionen, at for prospekter for kapitalandele ændres formuleringen, så det med delegeret forordning (EU) 2019/980 indføres som et krav, at hvis udsteder af et prospekt for kapitalandele har offentliggjort en forventning eller prognose, skal denne medtages i prospektet. Tidligere var punktet formuleret som en mulighed. Reelt er der dog ikke den store forskel, da en offentliggjort forventning eller prognose også tidligere ville blive betragtet som en væsentlig information og derfor skulle medtages i prospektet.

For prospekter for ikke-kapitalandele er det ikke et krav at medtage resultatprognoser eller forventninger. Følgende fremgår af delegeret forordning 2019/980, bilag 6, punkt 8: *"Where an issuer includes on a voluntary basis a profit forecast or a profit estimate (which is still outstanding and valid), that forecast or estimate included in the registration document must contain the information set out in items 8.2 and 8.3"*. ESMA skriver i sine anbefalinger til Kommissionen, at de generelt ikke anser forventninger og prognoser for at være lige så vigtige for investorer i ikke-kapitalandele som for investorer i kapitalandele, hvorfor de ikke har medtaget kravet om at medtage udestående forventninger eller prognoser. De tilføjer dog, at udsteder skal vurdere, om en udestående forventning eller prognose skal medtages i prospektet for at leve op til det generelle krav om, at alle væsentlige oplysninger om udsteder er medtaget i prospektet. Der er således en forventning om, at udsteder positivt tager stilling til, om oplysningen skal medtages eller ej.

"ESMA is of the view that profit forecasts and profit estimates are not generally deemed to be as important for non-equity (in contrast to equity) investors, and it will not include in its technical advice that outstanding profit forecasts or profit estimates must be reproduced in non-equity prospectuses. Nevertheless, an issuer of non-equity securities must assess whether or not an outstanding profit forecast is material for investors. If so, it must be included in the prospectus in accordance with Article 6 of the PR.", ESMA technical advice, afsnit 129.

Hvis en udsteder af ikke-kapitalandele vælger at medtage en forventning, følger det af EU-Kommissionens delegerede forordning 2019/980, bilag 6, punkt 8, at krav svarende til ovenfor skal opfyldes.

Det skal i øvrigt bemærkes, at den danske version af delegeret forordning 2019/980, bilag 6, punkt 8.1, har en anden ordlyd. Heraf fremgår: *"Hvis udsteder på frivillig basis har offentliggjort en resultatforventning eller -prognose, der stadig er i kraft og gældende, skal denne forventning eller prognose indgå i registreringsdokumentet…"*.

Den danske ordlyd er derved formuleret som et krav, hvis udsteder har udestående forventninger. Idet den engelske ordlyd er bakket op af ESMA's forklaringer i deres anbefalinger til Kommissionen, må det forventes, at Finanstilsynet vil lægge vægt på den engelske ordlyd ved godkendelsen af et prospekt for værdipapirer, der ikke er kapitalandele.

Indholdskrav

Når der medtages resultatforventninger eller resultatprognoser i prospektet, skal de være klare og utvetydige og indeholde en erklæring med angivelse af de væsentligste antagelser, som udsteder har baseret sin resultatforventning eller resultatprognose på.

En forventning eller prognose skal overholde følgende principper, jf. delegeret forordning (EU) 2019/980, bilag 1, punkt 11.2:

a. Der skal sondres tydeligt mellem antagelser om faktorer, som medlemmet eller medlemmerne af bestyrelse, direktion eller tilsynsorgan har indflydelse på, og antagelser om faktorer, som fuldstændig ligger uden for medlemmerne af bestyrelses-, direktions- eller tilsynsorganets indflydelse.

b. Antagelserne skal være rimelige, umiddelbart forståelige for investorerne, specifikke og præcise, og de må ikke vedrøre den generelle korrekthed, som gælder for den prognose, der ligger til grund for forventningen.

c. Hvis der er tale om en resultatforventning ("forecast" i den engelske version = prognose), skal antagelserne henlede investorernes opmærksomhed på de usikkerhedsfaktorer, der i væsentlig grad kunne bevirke ændrede resultater i forhold til forventningerne (prognosen).

I litra c) fastsættes ekstra krav til at henlede opmærksomheden på de usikkerhedsfaktorer, der i væsentlig grad kunne påvirke ændrede resultater i forhold til forventningerne. Kravet gælder i den danske version for resultatforventninger og gælder derved ikke for resultatprognoser. I de øvrige sprogversioner gælder kravet for resultatprognoser, hvilket også giver bedre mening, jf. nedenfor.

Det fremgår af ESMA's anbefaling til Kommissionen, at udsteder alene skal henlede investors opmærksomhed på de usikkerhedsfaktorer, der i væsentlig grad kunne bevirke ændrede resultater i forhold til resultatprognosen. Dette er ikke vurderet relevant for resultatforventninger, da disse vedrører en finansiel periode, der er gået, og derfor kort efter ikke længere vil udgøre resultatforventninger, men reelle resultater. Da forventningerne dækker en periode, der er udløbet, og kort tid efter bliver en del af reviderede regnskaber, er der en forventning om, at tallene er rimelig sikre. Derimod er resultatprognoser mere usikre, og det er derfor væsentligt at henlede investorerne på hvilke usikkerhedsfaktorer, der i væsentlig grad vil kunne bevirke, at de endelige resultater bliver anderledes end resultatprognosen.

Resultatforventninger for tilkøbte enheder

Når udsteder har foretaget et væsentligt opkøb, jf. reglerne om kompleks regnskabshistorie som behandlet i afsnit 14.7 *Kompleks regnskabshistorie og betydelige finansielle forpligtelser*, skal udsteder være opmærksom på, hvilke konsekvenser det har for udsteders forventninger, men også på, hvilke forventninger den tilkøbte enhed har offentliggjort.

ESMA skriver i sine retningslinjer, at hvis en tilkøbt enhed har en udestående resultatforventning eller prognose, bør de ansvarlige for prospektet overveje, om den resultatforventning eller -prognose, som er udarbejdet af den tilkøbte enhed, stadig er gyldig og korrekt, og om det er nødvendigt at oplyse om dette forhold i prospektet.

Erklæring

Prospektet skal indeholde en erklæring (statement) om, at resultatforventningen eller prognosen er udarbejdet ("compiled and prepared", jf. den engelske tekst) på et grundlag, der er både:

- sammenligneligt med de historiske regnskabsoplysninger
- i overensstemmelse med udsteders regnskabsprincipper.

De ansvarlige for prospektet skal afgive en for prospektet generel ansvarserklæring (declaration), hvoraf det fremgår, at oplysningerne i prospektet efter de ansvarliges bedste vidende er i overensstemmelse med fakta, og at der ikke er udeladt oplysninger, der kan påvirke dets indhold. Finanstilsynet kræver, at den generelle erklæring bliver underskrevet af udsteders direktion og bestyrelse.

Idet oplysningerne om resultatforventninger eller -prognoser (ligesom de øvrige oplysninger i prospektet) er omfattet af den generelle ansvarserklæring, er der ikke krav om, at erklæringen om resultatforventningen eller -prognosen er underskrevet.

14.6 Proforma

En udsteder skal i tilfælde af en finansiel forpligtelse (se mere herom nedenfor) eller en eller flere transaktioner, der medfører en væsentlig bruttoændring, der ikke er fuldt afspejlet i det seneste årsregnskab, give en beskrivelse af, hvordan transaktionen kan have påvirket eller vil påvirke udsteders aktiver og passiver samt indtjening.

Beskrivelsen skal tage udgangspunkt i, hvordan transaktionen ville have påvirket udsteders regnskab, hvis transaktionen var blevet gennemført inden den rapporterede periode.

Formålet med beskrivelsen er at give potentielle investorer mulighed for at vurdere transaktionens betydning for udsteder.

Den overvejende hovedregel er, at kravet opfyldes ved at udarbejde proformaregnskabsoplysninger.

Kravet gælder prospekter for:

- værdipapirer, der er kapitalandele (Kommissionens delegerede forordning 2019/980, bilag 1)
- EU-opfølgningsprospektet for værdipapirer, der er kapitalandele (Kommissionens delegerede forordning 2019/980, bilag 30)
- vækstorienterede EU-udstedelsesprospekt for værdipapirer, der er kapitalandele (Kommissionens delegerede forordning 2019/980, bilag 34)
- fritagelsesdokumentet.

Væsentlige bruttoændringer

En væsentlig bruttoændring er en variation på over 25 % i forhold til en eller flere indikatorer for størrelsen af udsteders virksomhed i forhold til størrelsen af transaktionen.

Det fremgår af ESMA's retningslinjer (retningslinje 18), at relevante indikatorer kan være, men ikke er begrænset til:

- samlede aktiver
- indtægter
- profit eller tab.

Indikatorerne bør ifølge ESMA beregnes på baggrund af udsteders seneste årsregnskab, inden transaktionen fandt sted. Det følger ikke af retningslinjerne, at regnskaberne skal være udarbejdet efter samme standarder, men det giver sig selv, at tallene til en vis grad skal kunne sammenlignes, for at der kan udregnes et relevant forhold imellem selskaberne. Til gengæld vil det være meget byrdefuldt, hvis udsteder skulle omarbejde regnskaberne til brug for udregningen, hvorfor det ikke kan være hensigten. Såfremt regnskaberne for udsteder og det eller de tilkøbte selskaber ikke er udarbejdet efter samme regnskabsstandard, vil udsteder til en vis grad skulle forholde sig til, hvorvidt tallene kan sammenlignes. Dette vil efter PwC's vurdering være af større nødvendighed, jo tættere variationen er på 25 %.

Om der er tale om en væsentlig bruttoændring, vil afhænge af en konkret vurdering, hvor der tages udgangspunkt i de nævnte indikatorer. Der vil imidlertid kunne være andre indikatorer, der også kan være relevante i forhold til den konkrete udsteder, ligesom der vil kunne argumenteres for, at en af de nævnte indikatorer er misvisende for det relevante selskab.

Hvis der er tvivl om, hvorvidt transaktionen udgør en væsentlig bruttoændring, kan sagen med fordel afklares med den kompetente myndighed, der skal godkende prospektet (Finanstilsynet i Danmark).





Flere transaktioner

Hvis en udsteder har foretaget flere transaktioner, der individuelt ikke bevirker en bruttoændring på mere end 25 %, men som tilsammen bevirker en bruttoændring på mere end 25 %, bør der ifølge ESMA som udgangspunkt også medtages et proformaregnskab, medmindre det vil være uforholdsmæssigt byrdefuldt i forhold til oplysningens værdi for investorerne.

Hvis udsteder har foretaget flere transaktioner, hvoraf kun én individuelt udgør en bruttoændring på mere end 25 %, bør udsteder ifølge ESMA medtage et proformaregnskab, der dækker alle transaktioner, medmindre det er uforholdsmæssigt byrdefuldt i forhold til oplysningernes værdi for investorerne.

ESMA har i sine retningslinjer (retningslinje 18) givet et eksempel på en situation, hvor det kan være uforholdsmæssigt byrdefuldt at omfatte alle transaktionerne af proformaregnskabet. En udsteder har foretaget en transaktion, der udgør en stigning på 27 % i forhold til dennes samlede aktiver, og en anden transaktion, der udgør en stigning på 1 %. I dette tilfælde kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, gøre gældende, at det er uforholdsmæssigt byrdefuldt at fremlægge proformaregnskabsoplysninger for stigningen på 1 %.

Et andet eksempel ESMA nævner er, når en udsteder har foretaget tre transaktioner med en bruttoændring på henholdsvis 30 %, 20 % og 5 %. Her vil der kunne argumenteres for, at transaktionen på 5 % ikke skal vises. Modsat er det ESMA's vurdering, at det vil være svært at argumentere for, at transaktionen på 20 % ikke skal vises i proformaregnskabet. Transaktionen på 30 % skal vises, da den i sig selv udgør en bruttoændring på mere end 25 %.

Hvorvidt det vil være uforholdsmæssigt byrdefuldt at vise en transaktion i et proformaregnskab i forhold til den værdi, oplysningen giver læseren af prospektet, vil skulle afklares med den kompetente myndighed, der skal godkende prospektet.

Det fremgår af ESMA's final report, at ESMA er opmærksomme på den ekstra byrde, det vil være at skulle medtage mindre transaktioner i proformaregnskabet, men at de ser det som nødvendigt i forhold til investorbeskyttelsen. Det fremgår af ESMA's final report, at proportionalitetsprincippet derfor skal anvendes, og at det er op til udsteder og udsteders rådgivere at vurdere, om det er uforholdsmæssigt byrdefuldt at udarbejde et proformaregnskab. Det er PwC's vurdering, at da prospektet skal godkendes af den kompetente myndighed, skal forholdet afklares med denne i forbindelse med udarbejdelsen af prospektet.

En betydelig finansiel forpligtelse

Ved en betydelig finansiel forpligtelse forstås en bindende aftale om at foretage en transaktion, der vil kunne medføre en variation på mere end 25 % for en eller flere indikatorer for størrelsen af udsteders virksomhed, jf. afsnittet *Væsentlige bruttoændringer*. Det fremgår ikke af ESMA's retningslinjer, men det må formodes, at en betydelig finansiel forpligtelse vil skulle lægges oven i gennemførte transaktioner ved beregningen af bruttoændringen.

Periode

Proformaregnskabet kan dække én eller begge af de følgende perioder, jf. EU-Kommissionens delegerede forordning, bilag 20, punkt 2.2:

- det senest afsluttede finansielle år
- den seneste delvise regnskabsperiode, for hvilken relevante ikke-justerede

oplysninger er offentliggjort eller medtaget i registreringsdokumentet/ prospektet.

Perioden bør ifølge ESMA afstemmes til de finansielle regnskaber, der er medtaget i prospektet. Med den seneste afsluttede delårsperiode bør der som udgangspunkt være tale om et halvårsregnskab, men det kan være et kvartalsregnskab, hvis kvartalsregnskabet er udarbejdet efter de samme principper som halvårsregnskabet, fx ved anvendelse af IAS 34.

Hvis prospektet kun omfatter årsregnskaber, bør proformaregnskabet omfatte et helt år.

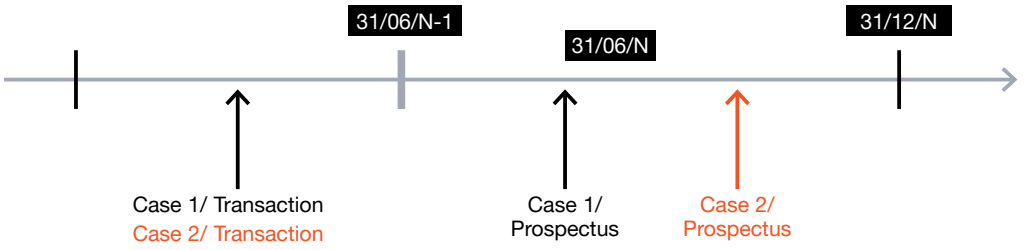
Hvis prospektet omfatter både helårstal og delårstal, kan udsteder vælge, om proformaregnskabet skal dække én af følgende perioder eller begge perioder:

- et senest afsluttede finansielle år
- den senest afsluttede delårsperiode.

Omfatter proformaregnskabet kun en delårsperiode, bør udsteder sikre sig, at delårsregnskabet til fulde beskriver transaktionens effekt på indtjeningen. Hvis transaktionen er påvirket af sæsonudsving, kan det være nødvendigt at medtage et proformaregnskab, der dækker et helt år.

Når udsteder har indgået flere transaktioner, er det PwC's vurdering, at udsteder skal være opmærksom på, at proformaregnskabet muligvis skal omfatte flere transaktioner, hvis udsteder vælger at udarbejde et proformaregnskab, der omfatter det senest afsluttede år. Det er tilfældet, hvis udsteder har foretaget én eller flere transaktioner, som ikke er fuldt ud afspejlet i det seneste årsregnskab, men er fuldt ud afspejlet i udsteders seneste delårsregnskab. I så fald vil de transaktioner, der er fuldt ud afspejlet i delårsregnskabet, ikke skulle medtages i et proformaregnskab for delårsperioden, da de allerede er fuldt ud afspejlet, men skal medtages i et proformaårsregnskab, hvor de ikke er fuldt ud afspejlet.

Diagram for cases 1 and 2



Case 2: As illustrated above:

- A significant transaction happened in N-1;
- A prospectus is issued in N, during second half year; and
- The prospectus contains half-yearly financial information (as of 30/06/N).

Balance sheet

As in Case 1, the transaction is already reflected in the balance sheet of both the annual financial information (as of 31/12/N-1) and the half-yearly financial information (as of 30/06/N). Therefore, no pro forma balance sheet is required.

Profit and loss account

No pro forma financial information is necessary here since the realised P&L impact of the transaction is already reflected in the financial information provided under Annex I. The P&L effect of the transaction is already reflected in the interim financial statements (here the N half-yearly financial information). Applicable GAAPs may also request information on the impact of the transaction (e.g. IFRS 3).

Transaktioner, der er fuldt ud afspejlet i udsteders regnskaber

Der er ikke krav om, at udsteder medtager et proformaregnskab, hvis transaktionen allerede er fuldt ud afspejlet i udsteders regnskaber, der indgår i prospektet. Ved fuldt ud afspejlet forstås, at den tilkøbte enhed har været en del af udsteder i hele den periode, som regnskabet vedrører.

Hvis udsteder har foretaget en transaktion i oktober 2020 og udarbejder et prospekt i september 2021, vil transaktionen være fuldt ud afspejlet i halvårsregnskabet for 2021. Derfor vil der som udgangspunkt ikke være behov for proformaregnskabsoplysninger (hvis halvårsregnskabet ikke er repræsentativt for udsteder, fx på grund af store sæsonudsving i udsteders forretning, vil der kunne være behov for at medtage proformaregnskabsoplysninger for 2020).

Kravet er behandlet i ESMA's retningslinje 22, der, jf. ESMA's final report, viderefører overvejelserne fra "ESMA's Prospectus Directive Q&A 51".

ESMA's Prospectus Directive Q&A 51 har følgende illustration og forklaring:

ESMA's vurdering er i overensstemmelse med det forhold, at udsteder kan vælge at udarbejde et proformaregnskab for den seneste afsluttede regnskabsperiode og/eller den seneste foreløbige regnskabsperiode, for hvilken relevante ikke-justerede oplysninger er offentliggjort eller medtaget i prospektet.

Det fremgår af ESMA's Q&A 51, at eksemplet er udarbejdet ud fra den antagelse, at udsteder er forpligtet til at udarbejde halvårsregnskab, men at de samme overvejelser gør sig gældende, hvis udsteder har udarbejdet kvartalsregnskaber, så længe de er udarbejdet med samme kvalitet og komfort som et halvårsregnskab.

Udgangspunktet må således være, at transaktioner, der er fuldt ud afspejlet i et kvartalsregnskab, udarbejdet efter de samme principper som et halvårsregnskab, ikke skal medtages i et eventuelt proformaregnskab for den pågældende periode. Dog skal udstedere være opmærksomme på sæsonudsving, der som udgangspunkt vil være mere udtrykkelige, når der er tale om et regnskab, der kun dækker et kvartal.

Hvis udsteder har foretaget en transaktion i oktober 2020 og udarbejder et prospekt i marts 2021, skal der medtages en proformaresultatopgørelse for 2020. Der er dog ikke behov for en proformabalance, da udsteders balance pr. 31. december 2020 allerede afspejler transaktionen.

Karakteren af proformaregnskabsoplysninger

Det fremgår af Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 20, punkt 1.1, litra a (iv), at der i proformaregnskabet skal medtages en indledning med angivelse af, at:

- proformaregnskabsoplysningerne illustrerer effekten af transaktionen, hvis den var blevet foretaget på et tidligere tidspunkt

- det er en hypotetisk situation, der ikke afspejler virksomhedens reelle finansielle stilling eller resultater, og proformaregnskabsoplysningerne kan variere i forhold til de faktiske resultater.

Da proformaregnskabsoplysningerne er en hypotetisk illustration af den aktuelle transaktions effekt på udsteders aktiver og passiver og indtjening, er de ikke et udtryk for udsteders reelle finansielle stilling eller resultater. Samtidig kan proformaregn-

skabsoplysningerne ikke ses som et udtryk for, hvordan udsteders reelle finansielle stilling eller resultat ville have set ud, hvis transaktionen havde fundet sted på proformadatoen (se nærmere i afsnittet *Hypotetisk dato for transaktionen*).

Ud over ovenstående skal følgende fremgå af indledningen til proformaregnskabsoplysningerne:

- formålet med udarbejdelsen af proformaregnskabsoplysningerne, herunder en beskrivelse af transaktionen eller den betydelige forpligtelse samt deltagende virksomheder eller enheder
- periode eller dato for proformaregnskabsoplysningerne.

Hvad skal omfattes af proformaregnskabet?

Indholdskravet til proformaregnskabet følger af EU-Kommissionens delegerede forordning, bilag 20.

Proformaregnskabsoplysninger skal som udgangspunkt opstilles i kolonneform med følgende kolonner, jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 20, punkt 1.1, litra b:

- historiske ikke-justerede oplysninger
- eventuelle justeringer som følge af regnskabspraksis
- proformajusteringer
- proformaresultatet i sidste kolonne.

Ved fx et tilkøb vil der skulle være en ekstra kolonne indledningsvis med historiske ikke-justerede oplysninger for det tilkøbte selskab efterfulgt af justeringer og det endelige resultat. Såfremt den tilkøbte enheds regnskaber skal tilpasses udsteders regnskabspraksis, kan det gøres i en ekstra kolonne, eller det kan gøres i et særskilt skema.

De enkelte proformajusteringer kan indeholde flere justeringer. I så fald skal det i proformanoten, jf. nedenfor, tydeligt forklares, hvordan de enkelte komponenter fra de enkelte kolonner bidrager til justeringen. Det kan være tilfældet, hvis proformaregnskabet indeholder flere tilkøb/frasalg. Det kan også være tilfældet ved en kapitalrejsning, hvor påvirkningen af provenuet vises i proformaregnskabet. I noterne vil det skulle fremgå, hvordan provenuet er fremkommet, ved at vise bruttoprovenuet og fratrække omkostningerne ved udbuddet.

Proformaregnskabet skal, jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 20, punkt 1.1, litra c, ledsages af forklarende noter om:

- kilder til de ikke-justerede regnskabsoplysninger samt hvorvidt revisionsberetning (PwC: revisionspåtegning) for kilderne er offentliggjort
- grundlaget for udarbejdelse af proformaregnskabsoplysninger
- kilde samt forklaring for hver justering
- hvorvidt de enkelte justeringer i proformaresultatopgørelsen forventes at have varig effekt på udsteder.

Proformaregnskabsoplysningerne skal fremlægges i overensstemmelse med de regnskabsprincipper, der er anvendt i udsteders seneste eller kommende regnskab, jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 20, punkt 2.1. Det vil imidlertid være muligt at simplificere opstillingen, hvor det gør det lettere at læse regnskabet, og hvor det er i overensstemmelse med formålet med proformaregnskabet.

Af de enkelte justeringer i proformaresultatopgørelsen skal det fremgå, om de forventes at have en varig effekt på udsteder. Fx vil omkostninger i forbindelse med en transaktion normalt blive set som omkostninger, der ikke har en varig effekt på udsteder.

Ved udarbejdelsen af proformaregnskaber skal udsteder afspejle den omfattede transaktion, uanset om den er foretaget (væsentlig bruttoændring) eller ikke har fundet sted endnu (finansiel forpligtelse).

Proformajusteringer

Proformajusteringerne skal, jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 20, punkt 2.3, overholde følgende:

- vises tydeligt og forklares
- redegøre for alle væsentlige effekter, der kan tilskrives transaktionen
- være faktuelt begrundede.

Ifølge ESMA's retningslinjer (retningslinje 24) bør proformaregnskabet kun omfatte forhold:

- der er en integreret del af transaktionen

- hvor en rimelig grad af objektiv bestemmelse er muligt.

Hvis en udsteder foretager en kapitalrejsning for at kunne foretage et tilkøb, og tilkøbet udgør en væsentlig bruttoændring, bør det ifølge ESMA afspejles i et proformaregnskab. Proformaregnskabet skal i så fald – ud over at afspejle tilkøbet – også vise den påvirkning, kapitalrejsningen har på udsteders regnskab.

Proformaregnskabet skal omfatte alle væsentlige påvirkninger, der har en direkte tilknytning til transaktionen. Udsteder bør ifølge ESMA ikke medtage fremtidige virkninger, der er meget usikre, da det risikerer at give et urigtigt billede af transaktionen. Proformaregnskaber bør især ikke medtage forhold, der er afhængige af tiltag, som skal foretages, når transaktionen er gennemført, selv om disse tiltag er centrale for transaktionen, herunder synergier.

Derudover bør udstederen i princippet ikke medtage anden udskudt eller betinget modydelse (contingent considerations), hvis vederlaget ikke direkte kan henføres til transaktionen, men til en fremtidig begivenhed. Hvis det er muligt at foretage en rimelig grad af objektiv bestemmelse over udskudt eller betinget vederlag, der indregnes som en del af betalingen for den overtagne virksomhed, kan den medtages fra sag til sag afhængig af brugen af proformainformationen og efter drøftelse med den kompetente myndighed.

Kravet om, at oplysningerne skal være faktuelt begrundede, skal medvirke til at sikre tiltro til proformaregnskabsoplysningerne. Det vil variere fra sag til sag, i hvilken grad oplysningerne kan være faktuelt begrundede, men ifølge ESMA's retningslinjer bevirker det, at en rimelig grad af objektivitet er nødvendig. Det kan fx være ved offentliggjorte regnskaber og oplysninger tilgængelige i købsaftalen vedrørende den overtagne virksomhed og øvrige aftaler vedrørende transaktionen. Ved omkostninger i forbindelse med transaktionen kan rådgivers skriftlige estimater på omkostningerne benyttes til at understøtte de viste beløb.

Hypotetisk dato for transaktionen

Ifølge ESMA's retningslinjer til proforma (retningslinje 19 og 20) er der forskel på den hypotetiske dato for proformaresultatopgørelsen og proformabalancen.

Proformaresultatopgørelsen

Når udsteder udarbejder en proformaresultatopgørelse, bør den udarbejdes, som om transaktionen fandt sted på den første dag i den regnskabsperiode, proformaregnskabsoplysningerne omfatter. For en udsteder, hvis regnskabsår følger kalenderåret, der udarbejder prospekt i september 2022 og medtager proformaregnskabsoplysninger for 2021 eller H1 2022 som følge af et tilkøb foretaget i juli 2022, er den hypotetiske dato for transaktionen henholdsvis den 1. januar 2021 eller den 1. januar 2022. Hvis udsteder vælger at medtage proformaregnskabsoplysninger for begge perioder (2021 og H1 2022), er den hypotetiske dato for transaktionen den første dag i den første periode, hvilket i eksemplet vil sige den 1. januar 2021.

Proformabalancen

Når en udsteder udarbejder en proformabalance, bør den udarbejdes, som om transaktionen fandt sted på balancedagen i den regnskabsperiode, proformaregnskabsoplysningerne omfatter. For en udsteder, hvis regnskabsår følger kalenderåret, der udarbejder prospekt i september 2022 og medtager proformaregnskabsoplysninger for såvel 2021 og H1 2022 som følge af en finansiel forpligtelse foretaget i juli 2022, er den hypotetiske dato for transaktionen henholdsvis den 31. decem-





ber 2021 og den 30. juni 2022 (fordi man har valgt to perioder). Der vil dog kun være behov for én proformabalance. I eksemplet vil den hypotetiske dato for transaktionen derfor være den 30. juni 2022.

At der er forskel på den hypotetiske dato for transaktionen for henholdsvis resultatopgørelsen og balancen bevirker, at balancen ikke afspejler den samlede virkning, der kan være vist i resultatopgørelsen.

Ved en kapitaltilførsel vil proformaresultatopgørelsen fx afspejle tilførslen, som var den foretaget den første dag i perioden. Det kan bevirke, at udsteders gæld er blevet reduceret, og renteomkostningerne reduceret. I proformabalancen vil renteomkostningerne derimod ikke være blevet reduceret som følge af kapitaltilførslen, idet udsteder ved udarbejdelsen af proformabalancen skal betragte kapitaltilførslen som være sket på datoen for balancen.

Ikke vildledende

Udsteder skal sikre, at de justeringer, der medtages i proformaregnskabsoplysningerne, ikke er væsentligt ensidige. Når der vises en proformajustering, er det derfor nødvendigt at overveje konsekvensen. Når en kapitaltilførsel bliver anvendt til at reducere gælden, er det fx nødvendigt at overveje den skattemæssige konsekvens af reduceret gæld.

Beskrivelse af transaktionen i stedet for proforma

Udsteder kan i exceptionelle tilfælde, når det sker i overensstemmelse med den kompetente myndighed, beskrive transaktionen i stedet for at udarbejde proformaregnskabsoplysninger.

ESMA har i deres retningslinjer (retningslinje 23) opstillet tre eksempler på situationer, hvor det vil være muligt at beskrive transaktionen i stedet for at udarbejde proformaregnskabsoplysninger:

- hvor udsteder erhverver en anden enhed, og det ikke med rimelighed er muligt at få den relevante finansielle information relateret til den tilkøbte enhed
- hvor udsteder har erhvervet et aktiv, og tilstrækkelig finansiel information ikke er tilgængelig
- hvor proformaregnskabsoplysninger ikke nøjagtigt vil beskrive effekten af transaktionen.

ESMA har i sine retningslinjer opstillet tre eksempler på, hvordan udsteder i så fald kan beskrive transaktionen:

- ved at medtage enten en proformabalance eller en proformaresultatopgørelse.
- ved at præsentere elementer af et proformaregnskab, der gør det muligt for investor at forstå transaktionens indflydelse på enkelte elementer, så som “turnover” eller “operating profit” (i dette tilfælde, skal disse elementer være dækket af en erklæring udarbejdet af revisor)
- ved at lave en verbal beskrivelse af transaktionen.

Hvis denne model følges, er det nødvendigt at indgå i dialog med Finanstilsynet i forbindelse med udarbejdelsen af prospektet.

Erklæring

Det fremgår af Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, at prospektet skal indeholde en rapport (PwC: erklæring) fra de uafhængige revisorer, hvor de anfører, at:

a. proformaregnskabsoplysningerne er blevet indsamlet på forsvarlig vis (has been properly compiled) på det beskrevne grundlag

b. det i litra a) omhandlede grundlag er i overensstemmelse med udsteders regnskabspolitik (PwC: regnskabspraksis).

Af ESMA's retningslinjer (retningslinje 25) fremgår, at: *"Formålet med den rapport, som udarbejdes af de uafhængige revisorer, er at afgive en udtalelse om, at de personer, der er ansvarlige for prospektet, har indsamlet proformaregnskabsoplysningerne korrekt, dvs. udarbejdet på behørig vis og baseret på udstederens regnskabspraksis"*.

Det fremgår af ESMA's retningslinje 25, at der i revisors rapport (PwC: erklæring) ikke bør være supplerende oplysninger eller forbehold i forhold til, hvordan oplysningerne er blevet indsamlet (compiled).

Derimod kan revisor godt i forbindelse med proformaregnskabsoplysningerne have supplerende oplysninger eller forbehold, for så vidt angår de regnskaber, der ligger til grund for proformaregnskabet. I så fald bør de gives uafhængigt af vurderingen af, hvordan informationen er indsamlet (compiled).

I ESM's final report om retningslinjerne, skriver de:

"Draft Guideline 25 appears to have been insufficiently clear. ESMA redrafted the Guideline to communicate the following message:

The statement concerning how the pro forma information is prepared should be clean and qualifications or emphases of matter should not be included in that regard.

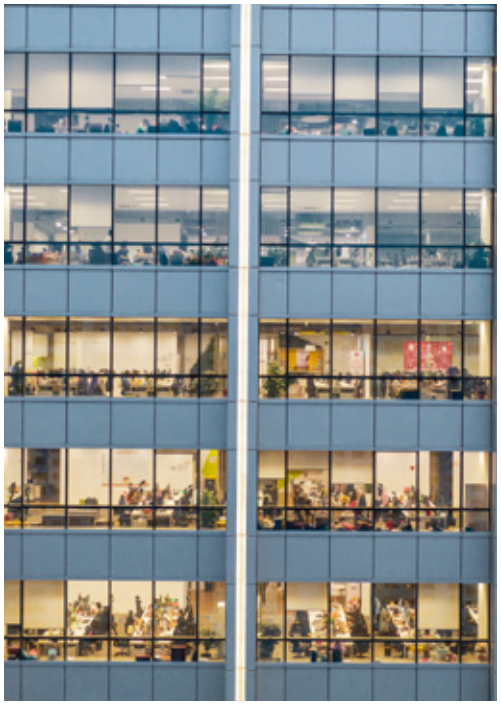
Qualifications or emphases of matter can be included but only to highlight issues with the underlying material used when preparing the pro forma information, e.g. if the underlying historical financial information was qualified or presented an emphasis of matter".

Der er ikke i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980 krav om en erklæring fra udsteder. Til gengæld er det FSR's vurdering, at: *"Revisors afgivelse af en erklæring om proforma finansielle oplysninger i et prospekt forudsætter, at ledelsen har forsynet de proforma finansielle oplysninger med en ledelsespåtegning, hvori ledelsen anerkender sit ansvar for de proforma finansielle oplysninger og udarbejdelsen af disse"*, jf. REVU's udtalelse om den uafhængige revisors erklæring om opstilling af proformafinansielle oplysninger indeholdt i et prospekt.

Udsteder skal ved udarbejdelsen af proformaregnskabet naturligvis være opmærksom på, at oplysningerne er en del af prospektet og dermed dækket af udsteders generelle ansvarserklæring. Her erklærer de ansvarlige for prospektet, 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.

Frivillige proformaregnskaber

Det følger af ESMA's retningslinjer (retningslinje 26), at udsteder bør følge reglerne i Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, bilag 20, hvis de vælger at medtage proformaregnskaber i prospektet, selvom de ikke er omfattet af kravet. Det kan være den situation, at udsteder frivilligt vælger at beskrive en transaktion ved at medtage proformaregnskabsoplysninger i prospektet, selvom transaktionen ikke udgør en bruttoændring på mere end 25 %.



14.7 Kompleks regnskabshistorie og betydelige finansielle forpligtelser

Investorer skal have indsigt i udsteders konkrete finansielle situation. I visse tilfælde kræver det, at prospektet indeholder oplysninger fra andre enheder end udsteder.

Kravet gælder i to situationer, jf. Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, artikel 18:

- når udsteder har indgået en betydelig finansiel forpligtelse
- når udsteder har en kompleks regnskabshistorie.

Kravet gælder for prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele, jf. artikel 18, i den delegerede forordning (EU) 2019/890, uanset hvilket bilag prospektet er udarbejdet efter.

Betydelig finansiel forpligtelse

En betydelig finansiel forpligtelse forstås som en bindende aftale om at foretage en transaktion, der vil kunne medføre en variation på mere end 25 % for én eller flere indikatorer for størrelsen af udsteders virksomhed.

Der gælder således samme definition af betydelig finansiel forpligtelse, som gælder for væsentlig bruttoændring ved vurderingen af behovet for proformaregnskabsoplysninger, jf. pkt. *3.6 Proformaregnskabsoplysninger*.

Kravet skal gøre det muligt for investor at få indsigt i den forventede effekt af en betydelig transaktion, der er indgået bindende aftale om.

Kompleks regnskabshistorie

I henhold til delegeret forordning (EU) 2019/980, artikel 18, stk. 3, anses en udsteder for at have en kompleks regnskabshistorie, hvis alle følgende betingelser er opfyldt:

a. når de oplysninger, der henvises til i de relevante bilag, ikke er korrekte for udsteders virksomhed på tidspunktet for udarbejdelse af prospektet

b. når den under litra a) omhandlede manglende korrekthed påvirker investorernes mulighed for at foretage en vurdering på et informeret grundlag i henhold til artikel 6, stk. 1, og artikel 14, stk. 2, i forordning (EU) 2017/1129

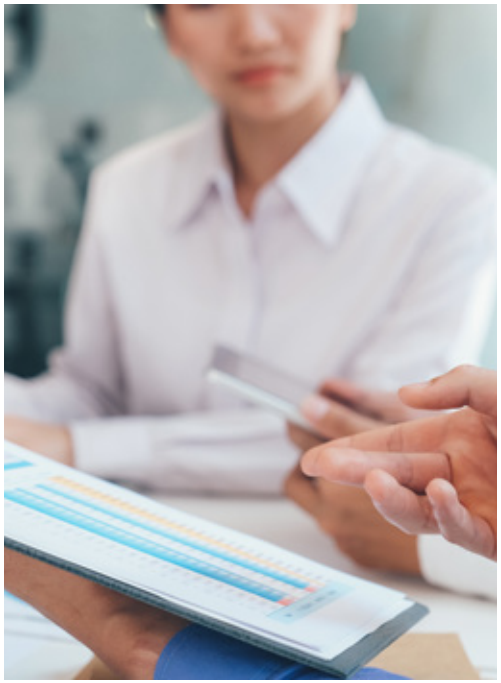
c. når supplerende oplysninger for en anden enhed end udstederen er nødvendige, for at investorerne kan foretage en vurdering på et informeret grundlag i henhold til artikel 6, stk. 1, og artikel 14, stk. 2, i forordning (EU) 2017/1129.

Kravet gælder for udstedere af værdipapirer, der er kapitalandele.

Betingelserne for, hvornår en udsteder anses for at have en kompleks regnskabshistorie, er som det ses ovenfor ikke koblet sammen med en væsentlig bruttoændring.

Der har historisk været en antagelse om, at der var en vis sammenhæng med proformareglerne. Udgangspunktet var, at hvis udsteder har foretaget investeringer, der medfører en bruttoændring på mere end 25 %, og reglerne om proforma derfor finder anvendelse, vil udsteder også anses for at have en kompleks regnskabshistorie.

Finanstilsynet har i nyhedsbrevet "Prospekter: Grænsen på 25 pct. kan ikke bruges som måleenhed for kompleks regnskabshi-



storie" præciseret, at grænsen på de 25 % ikke er en del af de tre betingelser i artikel 18, stk. 3, i den delegerede forordning. Det betyder ifølge Finanstilsynet, at udstedere og deres rådgivere ikke kan bruge denne grænse som måleenhed, medmindre de samtidig konkret vurderer, om betingelserne i artikel 18, stk. 3, er opfyldt.

Det er PwC's vurdering, at udsteder fortsat kan lægge til grund, at en bruttoændring på over 25 % vil medføre, at udsteder har kompleks regnskabshistorie. Med Finanstilsynets udmelding skal udsteder derudover være opmærksom på, at udsteder også med en bruttoændring under 25 % vil kunne have kompleks regnskabshistorie. Det er PwC's vurdering, at størrelsen af bruttoændringen i så fald må spille ind på informationskravet og anvendelsen af proportionalitetsprincippet, jf. nedenfor.

Krav

Det følger af EU-Kommissionens delegerede forordning 2019/980 artikel 18, at i en situation, hvor udsteder har en kompleks regnskabshistorie eller har indgået betydelige finansielle forpligtelser, skal prospektet indeholde supplerende oplysninger om en anden enhed end udstederen.

De oplysninger om en anden enhed end udsteder, der skal medtages, skal være de oplysninger, der fremgår af bilag 1 (registreringsdokumentet for værdipapirer, der er kapitalandele), og bilag 20 (proformaoplysninger), som om denne enhed var udsteder, og som investorer behøver for at kunne foretage en velbegrundet vurdering i overensstemmelse med generalklausulen i prospektforordningens artikel 6.

"With respect to an entity, other than the issuer, additional information shall be all information referred to in Annexes 1 and 20 to this Regulation that investors need to make an informed assessment as referred to in Article 6(1) and Article 14(2) of Regulation (EU) 2017/1129, as if that entity were the issuer of the equity security", delegeret forordning 2019/980, artikel 18.

Henvisningen til bilag 1 er et udtryk for, hvilke oplysninger der skal medtages om den anden enhed, og er derved ikke et udtryk for, at kravene kun gælder for udstedere, der udarbejder prospekter efter bilag 1.

Inden prospektforordningen trådte i kraft i 2019, var der alene krav om at medtage regnskabsoplysninger for den anden enhed. Som det ses af ovenstående, er dette ændret til alle de oplysninger, der er relevante for en investors velbegrundede vurdering af enheden. Det fremgår af ESMA's anbefalinger til EU-Kommissionen, at ESMA i forhold til investorbeskyttelse finder det vigtigt, at de kompetente myndigheder har mulighed for at kræve enhver information om den pågældende enhed frem for alene at kunne kræve finansielle oplysninger.

Det er PwC's vurdering, at der fortsat vil være størst fokus på de finansielle oplysninger. Her skal udsteder være opmærksom på kravet om, at de seneste reviderede regnskabsoplysninger ledsaget af sammenlignelige oplysninger for det foregående år skal præsenteres i en form, der er i overensstemmelse med de regnskabsstandarder og rammer, som vil blive anvendt i (udsteders) næste offentliggjorte årsregnskab under henvisning til regnskabsstandarder og -politikker samt den lovgivning, der gælder for sådanne årsregnskaber. Se mere i afsnit 14.1 *Ændring af regnskabsramme*.

Når en udsteder er forpligtet til at medtage historiske regnskabsoplysninger for en tilkøbt enhed, er udgangspunktet, at de skal medtages efter samme regnskabsstandard som udsteders og derved omarbejdes hvis nødvendigt.



Proportionalitet

I de tidligere krav, som danner grundlag for kravet i forordningen, fremgår, at den kompetente myndighed ved vurderingen af behovet for yderligere oplysninger i prospektet om den anden enhed skal tage højde for følgende:

a. arten af værdipapirer

b. arten og omfanget af oplysninger, der allerede er inkluderet i prospektet, og eksistensen af finansielle oplysninger vedrørende en anden enhed end udsteder i en form, der kan indgå i et prospekt uden ændringer

c. agens faktiske omstændigheder, herunder det økonomiske indhold af transaktionerne, hvorved udstederen har erhvervet eller afhændet sin forretningsvirksomhed eller enhver del heraf og den særlige karakter af denne virksomhed

d. udstederens evne til at indhente finansielle eller andre oplysninger vedrørende en anden enhed med rimelig indsats.



Udgangspunktet er, at prospektet skal indeholde de nødvendige oplysninger, der er væsentlige for, at en investor kan foretage en velbegrundet vurdering af udsteder og udsteders finansielle stilling. I tilfælde, hvor dette kan opnås ved flere muligheder, skal den mindst byrdefulde mulighed vælges.

Ovenstående proportionalitetsprincip er ikke direkte videreført i bestemmelserne om kompleks regnskabshistorie. Dog fremgår det af ESMA's retningslinjer, at: *"Ved bestemmelse af, hvilke oplysninger der skal leveres under et bestemt punkt i et bilag til Kommissionens delegerede forordning, forventer ESMA, at de personer, der er ansvarlige for prospektet, vil afholde sig fra af videregive oplysninger, som ikke er væsentlige i forbindelse med udstederen eller værdipapirerne. Som det fremgår af betragtning 27 i prospektforordningen, bør et prospekt ikke indeholde oplysninger, der ikke er væsentlige eller specifikke for udstederen og de pågældende værdipapirer, da dette kunne sløre de oplysninger, der er relevante for investeringsbeslutningen, og således underminere investorbeskyttelsen. Dette afspejles også i prospektforordningens artikel 6, stk. 1, hvori det hedder, at et prospekt skal indeholde de nødvendige oplysninger, der er væsentlige for, at en investor kan foretage en velbegrundet vurdering af de i samme stykke omhandlede oplysninger"*.

Proportionalitetsprincippet synes således indbygget i de generelle bestemmelser, og de tidligere overvejelser må kunne benyttes som grundlag for vurderingen af, hvilke oplysninger der skal medtages om en anden enhed i tilfælde af kompleks regnskabshistorie.

14.8 Kapitalressourcer

Kravet findes i registreringsdokumentet for værdipapirer, der er kapitalandele, punkt 8, og gælder derved alene for standardprospektet og for fritagelsesdokumentets bilag II.

Bemærk, at kravet er slettet i det udkast til ændring af EU-Kommissionens delegerede forordning, som Kommissionen har offentliggjort den 11. februar 2026.

Ifølge kravet skal prospektet indeholde oplysninger om udsteders kapitalressourcer (både kort- og langsigtede). Kravet er opdelt i en forklaring vedrørende kilden og størrelsen af udsteders pengestrømme, oplysninger om udsteders lånebehov og finansieringsstruktur, oplysninger om eventuelle begrænsninger i brugen af kapitalressourcer og oplysninger om forventede kapitalkilder, der kræves for at opfylde udsteders væsentlige investeringer.

Pengestrømme

Prospektet skal, jf. delegeret forordning, bilag 1, punkt 8.2, indeholde en forklaring vedrørende kilden og størrelsen af udsteders pengestrømme med en udførlig redegørelse for disse pengestrømme.

Ifølge ESMA's retningslinjer (retningslinje 5) bør prospektet indeholde følgende oplysninger:

- ind- og udgående pengestrømme i den seneste regnskabsperiode og en efterfølgende eventuel foreløbig regnskabsperiode
- eventuelle væsentlige ændringer i udstederens pengestrømme derefter
- eventuelle væsentlige uudnyttede likviditetskilder.

Beskrivelsen bør ifølge ESMA omfatte den seneste finansielle periode og en eventuel efterfølgende foreløbig regnskabsperiode og bør stemme overens med de historiske regnskabsoplysninger.

Med henblik på denne offentliggørelse kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, henvise til relevante regnskabsoplysninger i prospektet udarbejdet i overensstemmelse med de gældende regnskabsrammer.

Finansierings- og likviditetspolitik

Prospektet skal, jf. delegeret forordning (EU) 2019/980, bilag 1, punkt 8.3, indeholde oplysninger om udsteders lånebehov og finansieringsstruktur. De personer, der er ansvarlige for prospektet, skal sikre, at oplysninger om udstederens finansierings- og likviditetspolitik indgår i prospektet.

Disse oplysninger bør omfatte udstederens mål, for så vidt angår kontrollen med likvide midler, de valutaer, som kontanter og likvide midler opbevares i, i hvilket omfang låntagningen sker til faste satser og anvendelse af finansielle instrumenter til afdækningsformål.

Kreditinstitutter, forsikringsselskaber og (gen)forsikringsselskaber og andre enheder, der er underlagt tilsyn, bør drøfte deres finansierings- og likviditetspolitik i forbindelse med deres kapital- og likviditetskrav. Disse institutter og virksomheder kan også finde det nyttigt at offentliggøre relevante tilsynsparametre, såsom oplysninger fra deres søjle 3 rapporter for kreditinstitutters vedkommende. Dette er dog ikke ensbetydende med, at sådanne udstedere skal offentliggøre disse parametre i prospektet.

Med henblik på denne offentliggørelse kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, henvise til relevante regnskabsoplysninger i prospektet udarbejdet i overensstemmelse med de gældende regnskabsrammer.

Begrænsninger i brugen af kapitalressourcer

Prospektet skal, jf. bilag 1, punkt 8.4, indeholde oplysninger om eventuelle begrænsninger i brugen af kapitalressourcerne, der har eller kan få væsentlig direkte eller indirekte indflydelse på udsteders virksomhed.

Datterselskaber

Ifølge ESMA bør de ansvarlige for prospektet sikre, at følgende oplysninger er medtaget i prospektet:

- arten og omfanget af eventuelle væsentlige retlige eller økonomiske begrænsninger i datterselskabers evne til at overføre midler til udstederen i form af kontant udbytte, lån eller forskud
- den indvirkning, sådanne begrænsninger har haft eller forventes at have på udstederens evne til at opfylde sine likviditetsforpligtelser.

Eksempler på begrænsninger omfatter valutakontrol og skattemæssige konsekven-

ser af overførsler. Selv om udbyttelækage ikke er en begrænsning som sådan, kan udbyttelækage påvirke udsteders evne til at opfylde sine forpligtelser. Udbyttelækage bør derfor indgå i enhver drøftelse om væsentlige eller økonomiske begrænsninger af datterselskabers evne til at overføre midler til udstederen.

Hvis oplysningerne om væsentlige begrænsninger i anvendelsen af kapitalressourcer (eller andre oplysninger om kapitalressourcer) overlapper med oplysningerne, der er givet i erklæringen om driftskapital, kan der henvises til denne erklæring (se afsnit 14.9 *Erklæring om driftskapital (working capital statement)*).

Klausuler

Ifølge ESMA bør de ansvarlige for prospektet sikre, at følgende oplysninger er medtaget i prospektet:

- hvorvidt udstederen har indgået aftaler med långivere, som kunne udgøre en væsentlig begrænsning for brugen af kreditfaciliteter
- indholdet af disse klausuler
- hvorvidt der foregår væsentlige forhandlinger med långiverne om anvendelsen af disse klausuler.

I tilfælde af en misligholdelse af en klausul, eller hvis der er en betydelig risiko for, at dette forekommer, bør prospektet indeholde oplysninger om misligholdelsens indvirkning, og hvordan udstederen vil rette op på situationen.

Disse retningslinjer finder også anvendelse på aftalelignende begrænsninger i anvendelsen af kapitalressourcer. Eksempler på sådanne begrænsninger omfatter, men er ikke begrænset til, betingelser, der stilles til finansiering fra en offentlig enhed, og eventuelle betingelser knyttet til egenkapitalfinansiering.

Hvis oplysningerne om misligholdelse af aftaler (eller andre oplysninger om kapitalressourcer) overlapper med oplysningerne, der er givet i erklæringen om driftskapital, kan der henvises til denne erklæring (se afsnit 14.9 *Erklæring om driftskapital (working capital statement)*).

Likviditet

Ifølge ESMA bør de ansvarlige for prospektet give oplysninger i prospektet om udstederens likviditet og de forventede kilder til de midler, som udstederen skal bruge for at opfylde sine forpligtelser.

Disse oplysninger bør omfatte niveauet for lån, sæsonudsving i låntagningskravene (angivet ved den højeste lånoptagelse i den pågældende regnskabsperiode) og løbetiden for både låntagning og de uudnyttede lånefaciliteter, der er disponeret over.

I prospektet bør udsteders tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser og gæld ifølge ESMA drøftes, hvis disse er af væsentlig betydning for forståelsen af udstederens kapitalressourcer. Prospektet bør navnlig indeholde oplysninger om, hvorvidt udstederen har en betydelig del af sine tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser og/eller gæld, herunder eventuelle risici i forbindelse med finansieringen af sådanne tilgodehavender. Hvis en væsentlig del af udsteders tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser og/eller gæld har en løbetid på over 12 måneder, bør udstederen oplyse herom.

Med henblik på denne offentliggørelse kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, henvise til relevante regnskabsoplysninger i prospektet udarbejdet i overensstemmelse med de gældende regnskabsrammer.



14.9 Erklæring om driftskapital (working capital statement)

Kravet findes i værdipapirnoten for værdipapirer, der er kapitalandele, opfølgningsprospektet for værdipapirer, der er kapitalandele, det vækstbaserede EU-udstedelsesprospekt for værdipapirer, der er kapitalandele, og fritagelsesdokumentets bilag I og II.

I prospektet skal der være en erklæring fra udsteder om, at denne vurderer, at driftskapitalen (working capital) er tilstrækkelig til at dække udsteders nuværende behov. Med nuværende behov forstås 12 måneder fra datoen for prospektets godkendelse. I modsat fald skal det anføres i prospektet, hvordan udsteder agter at fremskaffe den nødvendige driftskapital.

Kravet kan således opfyldes på en af følgende to måder:

- ved at medtage en erklæring om driftskapital uden forbehold (clean working capital statement), hvoraf det fremgår, at udstederen efter sin egen opfattelse har tilstrækkelig driftskapital i mindst 12 måneder
- ved at medtage en erklæring om driftskapital med forbehold, hvoraf det fremgår, at udstederen efter sin egen opfattelse ikke har tilstrækkelig driftskapital, og hvori det forklares, hvordan denne agter at tilvejebringe den nødvendige supplerende driftskapital.

Ved vurderingen af, om udsteder har tilstrækkelig driftskapital, skal udsteder vurdere, om udsteder kan få adgang til likviditet og andre disponible likvide midler til at opfylde sine forpligtelser, efterhånden som de forfalder.

Hvis udsteder har konsoliderede regnskaber med i prospektet, skal vurderingen om tilstrækkelig driftskapital også foretages på konsolideret grundlag.

Kravet gælder for en periode på 12 måneder fra datoen for prospektets godkendelse. Det fremgår dog af ESMA's retningslinjer (retningslinje 34), at hvis udstederne er bekendt med driftskapitalvanskeligheder, der kan opstå mere end 12 måneder efter datoen for prospektets godkendelse, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, overveje at tilføje supplerende oplysninger i prospektet.



Beregning

Medregning af provenue fra udbud
Som udgangspunkt kan udsteder ikke medtage provenuet fra det aktuelle udbud ved beregningen af, om udsteders driftskapital er tilstrækkelig til at dække det nuværende behov. ESMA skriver, at provenuet kun kan medregnes, hvis emissionen er garanteret på grundlag af et bindende tilsagn, eller hvis der er afgivet uigenkaldelige tilsagn.

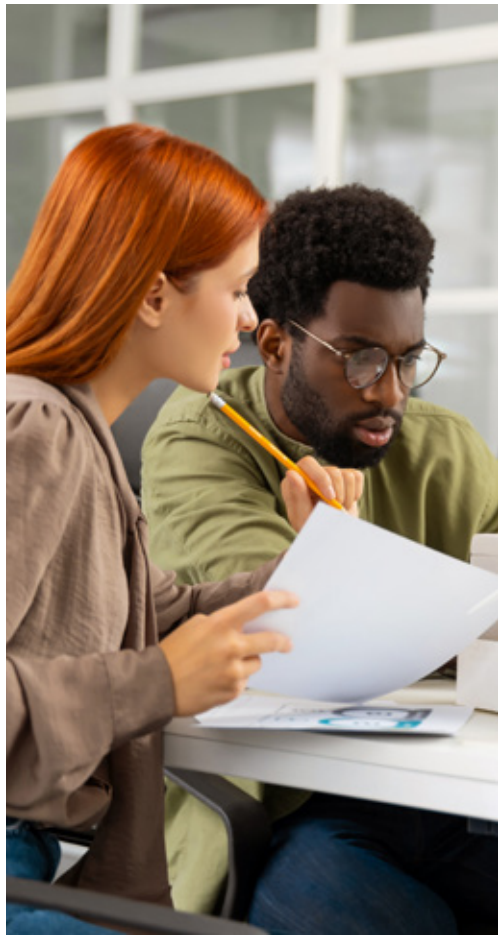
Derudover skriver ESMA, at investorerne ikke bør stå overfor usikkerhed om kvaliteten af garantien, når de tegner deres aktier. Udsteder bør derfor tage hensyn til eventuelle betingelser i garantiaftalen eller i uigenkaldelige tilsagn, som vil gøre det muligt at annullere garantiaftalen eller de uigenkaldelige tilsagn. Hvis det er nødvendigt at foretage væsentlige antagelser om, hvorvidt emissionen vil blive gennemført som følge af tegningsgarantien, eller om eventuelle uigenkaldelige tilsagn vil blive trukket tilbage, kan udsteder ikke medregne provenuet ved emissionen i beregningen af sin driftskapital.

Det samme gælder, hvis der er tvivl om tegningsgarantien eller eventuelle uigenkaldelige tilsagns kvalitet. Hvis der er

risiko for, at én eller flere af de parter, der garanterer emissionen eller afgiver uigenkaldelige tilsagn, ikke er i stand til at opfylde deres forpligtelser, bør udsteder ifølge ESMA ikke medregne provenuet fra emissionen i beregningen af sin driftskapital.

For at kunne medregne provenuet fra emissionen, er det samtidig nødvendigt at kende minimumsbeløbet for emissionsprovenuet, som garanteres eller stilles til rådighed via uigenkaldelige tilsagn. Hvis udsteder ikke kan beregne nettoprovenuet fra emissionen, fx fordi der ikke er nogen minimumspris, eller garantiaftalen ikke garanterer et minimumsprovenue, kan provenuet ikke indgå i beregningen af udsteders driftskapital.

Hvis kun en del af emissionen er garanteret eller dækket af uigenkaldelige tilsagn, er det kun den del af emissionen, der kan indgå i beregningen af driftskapitalen. Til gengæld fremgår det også af ESMA's retningslinjer, at hvis udsteder er berettiget til at medregne provenuet fra udbuddet, skal det ikke ses som et forbehold, at provenuet fra udbuddet er medregnet. Dog bør det ifølge ESMA fremgå, at provenuet er medtaget i beregningen.



Nuværende behov

Ved beregningen medregnes alle de beløb, som med rimelighed kan forventes at blive modtaget, eller som forfalder til betaling i mindst 12 måneder fra datoen for godkendelsen af prospektet ved beregningen af de nuværende behov. Det kan være foranstaltninger, der er planlagt i udsteders strategi, så som udgifter til forskning og udvikling eller udstyr.

Hvis udstederen har afgivet et bindende tilsagn om at overtage en anden enhed inden for 12 måneder efter datoen for godkendelse af prospektet, bør denne medtage virkningen af overtagelsen ved beregningen af de nuværende behov.

Fyldestgørende procedure

Det fremgår af ESMA's retningslinjer, at udsteder bør følge de procedurer, der er nødvendige for at sikre, at erklæringen er fyldestgørende. Sådanne procedurer omfatter normalt:

- udarbejdelse af ikke-offentliggjorte regnskabsoplysninger i form af interne, sammenhængende oplysninger om pengestrømme, resultatopgørelse og balance
- gennemførelse af forretningsmæssig analyse af både udstederens pengestrømme og de vilkår og betingelser samt kommercielle hensyn, der er forbundet med bankvirksomhed og andre finansieringsforhold
- hensyntagen til udstederens strategi og planer og de tilhørende gennemførelsesrisici samt kontrol af dokumentation og analyser
- vurdering af, om der er tilstrækkelige ressourcer til at dække et rimeligt worst case-scenarie (følsomhedsanalyse). Hvis der er en utilstrækkelig margin mellem den nødvendige og den disponible finansiering til at dække rimelige alternative scenarier, vil udstederen skulle tage sine forretningsplaner op til fornyet overvejelse eller sørge for yderligere finansiering, hvis denne ønsker at afgive en erklæring om driftskapital uden forbehold.

Med eller uden forbehold

Hvis udsteder medtager en erklæring uden forbehold i prospektet, skal den også reelt være uden forbehold. Det betyder, at hvis udsteder i erklæringen ønsker

at medtage forbehold i form af antagelser, følsomheder, risikofaktorer eller potentielle undtagelser i erklæringen, kan udsteder ikke med sikkerhed erklære, at denne har tilstrækkelig driftskapital til at dække det nuværende behov. Udsteder bør i så fald afgive en erklæring om driftskapital med forbehold.

Uanset om erklæringen om driftskapital er med eller uden forbehold, skal det være tydeligt, om der efter udsteders mening er tilstrækkelig driftskapital. Udsteder bør ifølge ESMA derfor undgå at benytte ord som "vil" eller "kan have" tilstrækkelig driftskapital, eller at udsteder "mener" ("believe" i den engelske version), at udsteder har tilstrækkelig driftskapital, da det vil skabe forvirring om, hvornår driftskapitalen er tilstrækkelig. Erklæringen kan have følgende ordlyd: *"Efter selskabets opfattelse ("in the company's opinion" i den engelske version) er driftskapitalen tilstrækkelig til at dække de nuværende behov i mindst de næste tolv måneder"*.

Erklæring med forbehold

Hvis udsteder ikke har tilstrækkelig driftskapital til at dække de næste 12 måneder, bør udsteder ifølge ESMA give en erklæring med forbehold.

I erklæringen bør det fremgå, at udsteder ikke har tilstrækkelig driftskapital til de næste 12 måneder. Derudover bør udsteder beskrive følgende faktorer:

Tidshorisont

- Investorerne har behov for oplysninger om tidshorisonten for at vurdere, hvor presserende problemet er. Udsteder bør derfor angive, hvornår denne forventer at løbe tør for driftskapital.

Mangel

- Udsteder skal angive det omtrentlige omfang af den manglende driftskapital, så investorerne kan forstå problemets omfang.

Handlingsplan

- Det skal fremgå af erklæringen, hvordan udsteder agter at afhjælpe manglen af driftskapital. Beskrivelsen skal omfatte oplysninger om specifikke foreslåede foranstaltninger, fx refinansiering, genforhandling af eller nye kreditvilkår/faciliteter, reduktion af diskretionære kapitaludgifter, reviderede strategi-/overtagelsesprogrammer eller salg af aktiver. I erklæringen bør der redegøres for tidsplanen for de foreslåede foranstaltninger og for, i hvor høj grad de er sikre på, at det lykkes.

Konsekvenser

- Hvor det er relevant, bør udstederen angive konsekvenserne, hvis de foranstaltninger, der foreslås i handlingsplanen, ikke lykkes (fx om udstederen kan forventes at blive sat under administration eller konkursbehandling og i givet fald hvornår).

Working capital statement

The company's present working capital is not sufficient to meet the company's present requirements, considering a twelve months' period after the prospectus date with the current business plan. The working capital need will be converted by the offering.

The shortfall in working capital is expected to occur at the end of November 2021 and is for the remainder of the twelve month period from now expected to amount to approximately DKK 182 million, based on the existing business plan.

If the share issue is completed, the company considers based on current knowledge that it is sufficient working capital to meet its present requirements for at least twelve month of planned activities.

In the event that the offer is not comleted, the company will continue the current business plan focused on accelerated growth utilizing additional liquidity to be provided by the existing shareholders and/or lenders.

Eksempel på erklæring om driftskapital med forbehold: Green Hydrogen Systems A/S, 7. juni 2021.

Specielle regler for kreditinstitutter og forsikrings- og genforsikringsselskaber

Det fremgår af ESMA's retningslinjer, at en udsteder, der er et kreditinstitut, ved fastlæggelsen af sin driftskapital bør tage udgangspunkt i sine likviditetsparametre og relevante gældende tilsynskrav. Udstederen bør tage hensyn til alle tilgængelige oplysninger, der kan have en væsentlig indvirkning på udsteders likviditetsrisiko og forventede kapitalprocent.

En udsteder, som er et forsikrings- eller genforsikringsselskab, bør ved fastlæggelsen af sin driftskapital tage udgangspunkt i de likviditetsparametre, som er aftalt med tilsynsmyndigheden, og kravene til lovpligtig kapital.

Working capital report

I forbindelse med en IPO-proces vil udsteders revisor ofte assistere med udarbejdelsen af en "working capital report". Det er en intern rapport, der ligger til grund for erklæringen i prospektet om, at udsteder har tilstrækkelig driftskapital til de næste 12 måneder regnet fra prospektdatoen.

Rapporten skal understøtte, at udsteder har et rimeligt grundlag for sin konklusion om tilstrækkelig driftskapital. I den forbindelse har ESMA udtalt, at udsteder skal sørge for, at der er meget lille risiko for, at grundlaget for erklæringen bliver betvivlet. Det skal derfor undersøges, om der er tilstrækkelig margin til, at driftskapitalen dækker et rimeligt worst case-scenarie.

Indholdet i rapporten vil normalt indeholde følgende afsnit:

- Headroom
- Risikovurdering
- Basis for udarbejdelse
- Analyse af nøgleforudsætninger
- Faciliteter og covenants
- Downside case
- Nøjagtigheden af tidligere forventninger

Ved udarbejdelsen er det vigtigt at overveje, hvordan udsteder vil præstere over den relevante periode, om forudsætningerne tager højde for udsteders strategi, om modellen medregner de månedlige pengestrømme, og om de makroøkonomiske faktorer og realistiske handelsforhold er medtaget ved vurderingen.



14.10 Kapitalisering og gældssituation

Kravet findes i værdipapirnoten for værdipapirer, der er kapitalandele.

Bemærk, at kravet er slettet i det udkast til ændring af EU-Kommissionens delegerede forordning, som blev offentliggjort den 11. februar 2026.

I henhold til Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/980, skal der i de relevante værdipapirnoter gives: *"en erklæring om kapitalisering og gældssituation (med skelnen mellem garanteret og ugaranteret, sikret og usikret gæld) på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for dokumentet. Begrebet "gældssituation" omfatter også indirekte og betinget gæld. Ved væsentlige ændringer i udsteders kapitalisering og gældssituation inden for perioden på 90 dage, skal der gives supplerende oplysninger i form af en redegørelse for ændringerne eller en ajourføring af tallene"*.

Erklæring om kapitalisering

ESMA har i sine retningslinjer opstillet et skema over, hvilke oplysninger der skal medtages i erklæringen om kapitalisering.

Samlet kortfristet gæld (inkl. kortfristet del af langfristet gæld)

- Garanteret
- Sikret
- Ikke-garanteret/usikret

Samlet langfristet gæld (ekskl. kortfristet del af langfristet gæld)

- Garanteret
- Sikret
- Ikke-garanteret/usikret

Egenkapital

- Aktiekapital
- Lovpligtig(e) reserve(r)
- Andre reserver

I alt

En tilpasning af tabellens poster kan drøftes med den kompetente myndighed, hvis der ikke er en tilsvarende post i de retlige rammer, som udsteder udarbejder sine regnskabsoplysninger efter.

Når udstederen har kortfristet eller langfristet gæld, som er garanteret af en anden enhed, dvs. en tredjepart påtager sig gældsforpligtelsen i tilfælde af misligholdelse fra udstederens side, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, ifølge ESMA beskrive, hvilke typer garantier der gælder. Når udstederen har sikret kortfristet eller langfristet gæld, dvs. at gælden er sikret ved sikkerhedsstillelse, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, beskrive de aktiver, der anvendes til at sikre gælden.

Lovpligtig(e) reserve(r) og andre reserver bør ikke omfatte regnskabsårets resultat. De personer, der er ansvarlige for prospektet, forventes derfor ikke at beregne regnskabsårets resultat med henblik på erklæringen om kapitalisering.

Erklæring om gældssituation

ESMA har i sine retningslinjer opstillet et skema over hvilke oplysninger, der skal medtages i erklæringen om gældssituation.

A. Kontanter

B. Likvide midler

C. C Andre kortfristede finansielle aktiver

D. D Likviditet (A + B + C)

E. Kortfristet finansiel gæld (herunder gældsinstrumenter, men ekskl. kortfristet del af langfristet gæld

F. Kortfristet del af langfristet finansiel gæld

G. Kortfristet finansiel gæld (E + F)

H. Kortfristet finansiel nettogæld (G - D)

I. Langfristet finansiel gæld (ekskl. kortfristet del og gældsinstrumenter)

J. Gældsinstrumenter

K. Langfristede leverandører af varer og tjenesteydelser

L. Langfristet finansiel gæld (I + J + K)

M. Finansiel gæld i alt (H + L)

En tilpasning af tabellens poster kan drøftes med den kompetente myndighed, hvis der ikke er en tilsvarende post i de retlige rammer, som udsteder udarbejder sine regnskabsoplysninger efter.

Hvis udstederen udarbejder konsoliderede regnskaber, beregnes gælden på et konsolideret grundlag.

Hvis udstederen har likvide midler, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, give detaljerede oplysninger om, hvad de består af. De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør oplyse om eventuelle begrænsninger i adgangen til kontanter og likvide midler.

Andre kortfristede finansielle aktiver bør ifølge ESMA dække finansielle aktiver (fx værdipapirer, der besiddes med handel for øje), som ikke er i) kontanter, ii) likvide midler eller iii) derivater, der anvendes til afdækning.

Finansiel gæld bør dække gæld, der forrentes (dvs. rentebærende gæld), som bl.a. omfatter finansielle forpligtelser i forbindelse med kort- og/eller langfristede leasingkontrakter. De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør i et afsnit efter erklæringen om gældssituationen præcisere, om den finansielle gæld omfatter alle forpligtelser i forbindelse med leasingkontrakter, og i givet fald bør de oplyse beløbet for kort- og/eller langfristede leasingforpligtelser.

Kortfristet finansiel gæld bør omfatte gældsinstrumenter, der kan indløses inden for de næste 12 måneder, hvilket svarer til kravet efter IFRS.

Kortfristet del af langfristet finansiel gæld er den del af den langfristede finansielle gæld, der skal tilbagebetales inden for 12 måneder efter datoen for prospektets godkendelse. Idet det fremgår af kravet i den delegerede forordningen, at erklæringen skal gives på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for dokumentet (prospektet), synes det ikke meningsfuldt, at definitionen af kortfristet del af langfristet finansiel gæld er knyttet op på prospektdatoen. Væsentlige ændringer i udsteders kapitalisering og gældssituation inden for perioden på 90 dage skal vises ved supplerende oplysninger i form af en redegørelse for ændringerne eller en ajourføring af tallene. At definitionen henviser til datoen for prospektet, må derfor skulle læses således, at der ved fastlæggelse af kortfristet del af langfristet finansiel gæld, skal tages udgangspunkt i datoen for erklæringen, men at der ved vurderingen af, om der er sket væsentlige ændringer siden datoen for erklæringen, skal tages højde for, om kortfristet del af langfristet finansiel gæld er ændret væsentligt, idet den vurderes i forhold til prospektdatoen.

Langfristet gæld og andre forpligtelser bør omfatte gæld, der ikke er betalt, og for hvilken der er en væsentlig finansiel komponent, enten implicit eller eksplicit, fx gæld til leverandører ud over en periode på 12 måneder. Ikke-rentebærende lån bør også medtages i denne post.

Ved vurderingen af, hvorvidt langfristede leverandører af varer og tjenesteydelser har et væsentligt finansieringselement, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, (analogt) overveje vejledningen i afsnit 59-62 i IFRS *15 Omsætning fra kontrakter med kunder, som er godkendt af EU*.

Indirekte og betinget gæld har til formål at give investorerne et overblik over enhver væsentlig gældsætning, som ikke afspejles i erklæringen om gældssituationen. Som sådan bør indirekte og betinget gæld, medmindre den allerede er medtaget i erklæringen om gældssituationen (fordi den indregnes i regnskabet som en finansiel forpligtelse), ikke indgå i selve erklæringen om gældssituationen, men som en beskrivelse i et særskilt afsnit efter erklæringen. Redegørelsen bør indeholde oplysninger om omfanget af indirekte og betinget gældsætning og en analyse af arten af disse poster.

De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør betragte enhver væsentlig forpligtelse, som ikke er blevet anerkendt direkte af udstederen og vurderet på et konsolideret grundlag, men som udstederen under visse omstændigheder kan være nødt til at opfylde, som indirekte eller betinget gæld. Desuden omfatter den indirekte gældsætning også det maksimale beløb, der skal betales i forbindelse med en forpligtelse, som udstederen har påtaget sig, men som endnu ikke har fået det endelige beløb vurderet med sikkerhed, uanset det forventede faktiske beløb, der skal betales i henhold til denne forpligtelse på et hvilket som helst tidspunkt. Eksempler på væsentlig indirekte eller betinget gæld omfatter:

- hensættelser indregnet i regnskabet (fx hensættelser til pensionsforpligtelser eller til tabsgivende kontrakter)
- en garanti for et banklån til en enhed, som ikke er i udstederens koncern, hvis den pågældende enhed misligholder sine forpligtelser med hensyn til lånet

- et fast tilsagn om at erhverve eller opføre et aktiv inden for de næste 12 måneder. Fx hvis enheden har indgået en kontrakt, hvor den forpligter sig til at overtage et materielt aktiv

- opløsningsgebyrer eller vederlag, der skal betales af udstederen i de efterfølgende 12 måneder, hvis udstederen forventer at misligholde eventuelle kontraktlige forpligtelser

- leasingforpligtelser, der ikke indregnes som forpligtelser i udstederens regnskaber og således indgår i erklæringen om gældssituationen

- beløb vedrørende omvendt factoring i det omfang disse beløb ikke allerede er medregnet i erklæringen om gældssituationen.

Ovenstående eksempler på, hvad der kan betegnes som indirekte eller betinget gæld, er ikke udtømmende. De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør vurdere, om prospektet bør indeholde yderligere oplysninger vedrørende bindende tilsagn, som vil resultere i væsentlige udgående pengestrømme fra udstederens side.

Kreditinstitutter og forsikrings- og genforsikringsselskaber bør tilpasse den ovenfor anførte *tabel* til deres forretningsmodel ved at fokusere på deres tilsynsmæssige krav. Dette betyder ikke, at kreditinstitutter og forsikrings- og genforsikringsselskaber skal offentliggøre tilsynsoplysninger, som de ikke allerede er forpligtet til at oplyse i henhold til søjle 3-kravene.

Ændringer

Hvis udstederens virksomhed for nylig har undergået en ændring, og udsteder har et ønske om at illustrere ændringen ved at opstille en ekstra kolonne i skemaerne, har ESMA i deres retningslinjer opstillet følgende regler (retningslinje 38):

- Når ændringen har udløst kravet om, at prospektet skal indeholde proformaregnskabsoplysninger, kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, opstille en ekstra kolonne i erklæringen om kapitalisering. Den ekstra kolonne bør være i overensstemmelse med de proformaregnskabsoplysninger, der præsenteres andre steder i prospektet, og justeringer kan forklares ved henvisning til disse oplysninger.

- Når ændringen ikke har udløst kravet om at medtage proformaregnskabsoplysninger i prospektet:
  - Når ændringen er kompleks (fx en overtagelse, som ikke udgør en væsentlig bruttoændring).
  - Hvis de personer, der er ansvarlige for prospektet, medtager proformaregnskabsoplysninger i prospektet på frivillig basis, kan de opstille en ekstra kolonne i overensstemmelse hermed.
  - Hvis de personer, der er ansvarlige for prospektet, ikke medtager proformaregnskabsoplysninger i prospektet, kan de kun opstille en ekstra kolonne, hvis den er forståelig og let at analysere.
  - Når ændringen er ligetil (fx konvertering af gæld til egenkapital), kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, normalt opstille en ekstra kolonne. Hvis den ekstra kolonne består af illustrative tal, fx tal, der dækker de første seks måneder af året, som er justeret med en kapitalkonvertering, der blev foretaget i juli, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, være særlige opmærksomme på, at tallene er forståelige, og der bør redegøres nærmere for justeringer.

  De seneste ændringer kan også præsenteres ved at medtage de faktiske tal i erklæringerne.

  Tilsvarende, hvis udstederen står over for en fremtidig ændring, kan udsteder have et ønske om at illustrere denne ændring ved at opstille en ekstra kolonne i erklæringen om kapitalisering. Ved vurderingen af, om dette er tilladt, har ESMA opstillet følgende regler i deres retningslinjer:

  - Når ændringen har udløst kravet om, at prospektet skal indeholde proformaregnskabsoplysninger, kan de personer, der er ansvarlige for prospektet, opstille en ekstra kolonne i erklæringen om kapitalisering. Den ekstra kolonne bør være i overensstemmelse med de proformaregnskabsoplysninger, der præsenteres andre steder i prospektet, og justeringer kan forklares ved henvisning til disse oplysninger.

  - Når ændringen ikke har udløst kravet om at medtage proformaregnskabsoplysninger i prospektet (fx en bindende aftale om at gennemføre en overtagelse, som ikke udgør en betydelig finansiel forpligtelse, der finansieres ved hjælp af en kapitalforhøjelse):

– De personer, der er ansvarlige for prospektet, kan opstille en ekstra kolonne for at illustrere det mulige resultat af kapitalforhøjelsen, forudsat de sikrer, at kolonnen ikke giver indtryk af, at resultatet er sikkert, medmindre det virkelig er tilfældet. De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør beskrive de foretagne justeringer og de antagelser, der ligger til grund herfor. Hvis aktierne udbydes i et prisinterval, bør de personer, der er ansvarlige for prospektet, anvende mindsteprisen ved beregningen af eventuelle indtægter, medmindre der er særlige grunde til at anvende en anden pris. De bør også tage hensyn til transaktionsomkostninger.
– De personer, der er ansvarlige for prospektet, bør kun præsentere andre potentielle fremtidige ændringer end resultatet af kapitalforøgelsen, hvis de er faktuelt begrundede. Hvis det fremtidige resultat er usikkert, fx hvis en udsteder ønsker at præsentere en fremtidig ændring af sin gældsstruktur, selv om forhandlingerne med kreditinstituttet/kreditinstitutterne ikke er afsluttede, kan en yderligere kolonne, der afspejler det potentielle resultat, være til fare for forståelsen af prospektet og dets analyserbarhed og er derfor normalt ikke tilladt.

Kreditinstitutter

Kreditinstitutter og forsikrings- og genforsikringsselskaber bør ifølge ESMA tilpasse ovennævnte tabeller til deres forretningsmodel ved at fokusere på deres tilsynsmæssige krav. Dette betyder ikke, at kreditinstitutter og forsikrings- og genforsikringsselskaber skal offentliggøre tilsynsoplysninger, som de ikke allerede er forpligtet til at oplyse i henhold til søjle 3-kravene.



Tid

Erklæringen om kapitalisering og gældssituation skal gives på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for prospektet. Ved væsentlige ændringer i udsteders kapitalisering og gældssituation inden for perioden på 90 dage skal der gives supplerende oplysninger i form af en redegørelse for ændringerne eller en ajourføring af tallene.

I forbindelse med udarbejdelsen af ESMA's retningslinjer har flere påpeget, at det vil være hensigtsmæssigt, hvis udsteder kan benytte tallene fra deres offentliggjorte regnskaber med tilføjelse af eventuelle ændringer i noteform. ESMA er dog af den opfattelse, at erklæringen skal udarbejdes på en dag, der ikke ligger for langt fra prospektets offentliggørelse. ESMA mener, at 90 dage er en rimelig periode og har givet udsteder mulighed for at opdatere tabellen med supplerende oplysninger.

14.11 Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger

Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger i prospekter for værdipapirer, der er kapitalandele:

	Værdipapirer (standardprospektet) (bilag 1+11)	EU opfølgningsprospekt (bilag 30)	Vækstorienteret EU-udstedelsesprospekt (bilag 34)
Relevant periode	Reviderede historiske regnskabsoplysninger for de seneste tre regnskabsår og revisionsberetning for hvert år.*	Regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber) (der) skal offentliggøres for den periode på 12 måneder, der går forud for godkendelsen af prospektet.	Regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber) (der) skal offentliggøres for den periode på 12 måneder, der går forud for godkendelsen af prospektet.
Ændring af regnskabs-afslutningsdato	Hvis udsteder har ændret regnskabsafslutningsdato, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger dække mindst 36 måneder.	N/A	N/A
Ændring af regnskabs-rammerne	De seneste reviderede regnskaber med sammenligningstal skal præsenteres i samme form som det kommende regnskab. Gælder ikke ved ændring i de regnskabsmæssige rammer.	N/A	N/A
Alder	Datoen på balancen for det seneste års reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.	N/A	N/A

* Ændres til to regnskabsår med virkning fra den 5. juni 2026.

Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger	Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i registreringsdokumentet. Hvis de er kontrolleret eller revideret, skal kontrol- eller revisionsberetningen indgå. Hvis de ikke er kontrolleret eller revideret, skal det fremgå. Hvis registreringsdokumentet er dateret mere end ni måneder efter datoen for det seneste reviderede årsregnskab, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, som kan være ureviderede, og som mindst dækker regnskabsårets første seks måneder.	Hvis både årsregnskab og halvårsregnskab er blevet offentliggjort, stilles der kun krav om offentliggørelse af årsregnskab for den periode, der ikke er omfattet af halvårsregnskabet.	Hvis både årsregnskab og halvårsregnskab er blevet offentliggjort, stilles der kun krav om offentliggørelse af årsregnskab for den periode, der ikke er omfattet af halvårsregnskabet.
Væsentlige forandringer	En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.		
Proforma	I tilfælde af væsentlige bruttoændringer skal der gives en beskrivelse af, hvordan transaktionen kan have påvirket udsteders aktiver og passiver samt indtjening, såfremt transaktionen var blevet gennemført ved begyndelsen af den opgivne periode. Opfyldes normalt ved proformaregnskabsoplysninger, som skal ledsages af en rapport udarbejdet af uafhængig revisor.		
Finansiel tilstand (OFR)	Beskrivelse af udsteders finansielle tilstand, ændringer heri og driftsresultat for hvert år.	N/A	Ledelsesberetningen for hvert år.
Resultatforventninger	Hvis udsteder har offentliggjort en resultatforventning eller prognose, der stadig er i kraft og gældende, skal denne forventning eller prognose indgå i registreringsdokumentet. Hvis en forventning eller prognose er medtaget, skal den ledsages af en erklæring fra udsteder.		
Driftskapital	Erklæring fra udsteder om, at denne vurderer, at driftskapitalen er tilstrækkelig til at dække udsteders nuværende behov.		
Kapitalisering og gæld	Erklæring om kapitalisering og gældssituation på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for dokumentet.*	N/A	Erklæring om kapitalisering og gældssituation på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for dokumentet.*

* Medtages i EU-vækstprospekter kun af udstedere med en markedsværdi på over 200 mio. EUR.

14.12 Oversigt over krav til historiske regnskabsoplysninger for værdipapirer, der ikke er kapitalandele

	Detailinvestorer (bilag 6)	Engrosinvestorer (bilag 7)	EU-opfølgningsprospekt (bilag 31)	Vækstorienteret EU-udstedelsesprospekt (bilag 35)
Relevant periode	Reviderede historiske regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår og revisionsberetning for hvert år.	Reviderede historiske regnskabsoplysninger for de seneste to regnskabsår og revisionsberetning for hvert år.	Regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber) (der) skal offentliggøres for den periode på 12 måneder, der går forud for godkendelsen af prospektet.	Regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber) (der) skal offentliggøres for den periode på 12 måneder, der går forud for godkendelsen af prospektet.
Ændring af regnskabsafslutningsdato	Hvis udsteder har ændret regnskabsafslutningsdato, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger dække mindst 24 måneder.	Hvis udsteder har ændret regnskabsafslutningsdato, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger dække mindst 24 måneder.	N/A	N/A
Ændring af regnskabsrammerne	De seneste reviderede regnskaber med sammenligningstal skal præsenteres i samme form som det kommende regnskab.	N/A	N/A	N/A
Alder	Datoen på balancen for det seneste års reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.	Datoen på balancen for det seneste års reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.	N/A	N/A

Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger	Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå. Hvis de er blevet kontrolleret eller revideret, skal kontrol- eller revisionsberetningen indgå. Hvis de ikke er blevet kontrolleret eller revideret, skal det fremgå. Hvis registreringsdokumentet er dateret mere end ni måneder efter datoen for det seneste reviderede årsregnskab, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, som kan være ureviderede, og som mindst dækker regnskabsårets første seks måneder.	N/A	Hvis både årsregnskab og halvårsregnskab er blevet offentliggjort, stilles der kun krav om offentliggørelse af årsregnskab for den periode, der ikke er omfattet af halvårsregnskabet.	Hvis både årsregnskab og halvårsregnskab er blevet offentliggjort, stilles der kun krav om offentliggørelse af årsregnskab for den periode, der ikke er omfattet af halvårsregnskabet.
Væsentlige forandringer	En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.			
Resultatforventninger	Hvis en udsteder på frivillig basis har offentliggjort en resultatforventning eller prognose, der stadig er i kraft og gældende, skal denne forventning eller prognose indgå i registreringsdokumentet (bemærk, at det jf. den engelske version er frivilligt, om resultatforventningen eller -prognosen medtages, se afsnit 3.5 Resultatforventninger og resultatprognoser). Hvis en forventning eller prognose er medtaget, skal den ledsages af en erklæring fra udsteder.		N/A	N/A

	Bilag I	Bilag II (henviser til bilag 1 i den delegerede forordning 2019/980)
Relevant periode	Reviderede regnskaber (årsregnskaber og halvårsregnskaber), der blev offentliggjort i løbet af de 12 måneder, der gik forud for offentliggørelsen af fritagelsesdokumentet.	Reviderede historiske regnskabsoplysninger for de seneste tre regnskabsår og revisionsberetning for hvert år.
Ændring af regnskabsafslutningsdato	N/A	Hvis udsteder har ændret regnskabsafslutningsdato, skal de reviderede historiske regnskabsoplysninger dække mindst 36 måneder.
Ændring af regnskabsrammerne	N/A	De senest reviderede regnskaber med sammenligningstal skal præsenteres i samme form som det kommende regnskab. Gælder ikke ved ændring i de regnskabsmæssige rammer.
Alder	N/A	Datoen på balancen for det seneste års reviderede regnskabsoplysninger må ikke være ældre end 18 måneder fra datoen for registreringsdokumentet.
Midlertidige oplysninger og andre regnskabsoplysninger	Halvårsregnskaber skal offentliggøres for den periode på 12 måneder, der går forud for offentliggørelsen af fritagelsesdokumentet.	Hvis udsteder efter det seneste reviderede årsregnskab har udarbejdet kvartals- eller halvårsregnskaber, skal disse indgå i registreringsdokumentet. Hvis de er blevet kontrolleret eller revideret, skal kontrol eller revisionsberetningen indgå. Hvis de ikke er blevet kontrolleret eller revideret, skal det fremgå. Hvis dokumentet er dateret mere end ni måneder efter datoen for det seneste reviderede årsregnskab, skal der indgå foreløbige regnskabsoplysninger, som kan være ureviderede, og som mindst dækker regnskabsårets første seks måneder.

Væsentlige forandringer	En beskrivelse af eventuelle væsentlige ændringer i koncernens finansielle stilling siden udgangen af seneste regnskabsperiode, for hvilken der er offentliggjort enten reviderede regnskabsoplysninger eller foreløbige regnskabsoplysninger, eller i modsat fald en erklæring om, at dette ikke er tilfældet.	
Proforma	I tilfælde af væsentlige bruttoændringer skal der gives en beskrivelse af, hvordan transaktionen kan have påvirket udsteders aktiver og passiver samt indtjening, såfremt transaktionen var blevet gennemført ved begyndelsen af den opgivne periode. Opfyldes normalt ved proformaregnskabsoplysninger, som skal ledsages af en rapport udarbejdet af uafhængig revisor.	
Finansiel tilstand (OFR)	N/A	Gennemgang af drift og regnskaber.
Resultat-forventninger	Hvis udsteder har offentliggjort en resultatforventning eller -prognose, der stadig er i kraft og gældende, skal denne forventning eller prognose indgå i registreringsdokumentet. Hvis en forventning eller prognose er medtaget, skal den ledsages af en erklæring fra udsteder.	
Driftskapital	Erklæring fra udsteder om, at denne vurderer, at driftskapitalen er tilstrækkelig til at dække udsteders nuværende behov.	
Kapitalisering og gæld	N/A	Erklæring om kapitalisering og gældssituation på en dato, der ikke må ligge mere end 90 dage før datoen for dokumentet.

Forkortelser

Forkortelse	Forklaring
BKG	Bekendtgørelse
CSR	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
GDPR	General Data Protection Regulation – Databeskyttelsesforordningen
IAS	International Accounting Standards – Internationale regnskabsstandarder
IFRS	International Financial Reporting Standards – Internationale regnskabsstandarder
IPO	Initial public offering – Børsintroduktion
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

Skema over retsakter

1.3 Notering via børsskal eller SPAC
Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 7 July 2025
1.4 Markeder
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, afsnit V og VI
3.1 Officiel notering / optagelse til handel – kapitalmarkedslovens krav
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, § 83
Bekendtgørelse nr. 1170 af 31. oktober 2017 om betingelserne for officiel notering
Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2014/65/EU af 15. maj 2014 om markeder for finansielle instrumenter
3.2 Nasdaqs udstederregler – optagelseskrav
Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 7 July 2025
Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 April 2026
Nasdaq First North Bond Market – Rulebook 1 January 2024
3.3 Prospekt
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, 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 forordning (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. 402 af 23. marts 2026
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder
4.1 Periodiske oplysningsforpligtelser
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025
Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 402 af 23. marts 2026, § 138
Indsendelsesbekendtgørelsen, jf. BKG nr. 1054 af 31. maj 2021, §§ 30 og 31
Kommissionens delegerede forordning (EU) 2018/815 af 17. december 2018 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2004/109/EF for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder til præcisering af et fælles elektronisk rapporteringsformat

ESEF Reporting Manual, Preparation of Annual Financial Reports in ESEF format, 5 August 2022, ESMA32-60-254rev
4.2 Intern viden
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 7
Vejledning nr. 9365 af 3. maj 2023 om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder
4.3 Løbende oplysningsforpligtelser – offentliggørelse af intern viden
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”
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder
ESMA, Consultation Paper on MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information (ESMA74-268544963-1567)
4.4 Krav til offentliggørelse og indsendelse af oplysninger til Finanstilsynet
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, § 24
Bekendtgørelse nr. 1173 af 31. oktober 2017 om udsteders oplysningsforpligtelser
4.5 Ledende medarbejderes 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. 586 af 26. maj 2025 om tærskel for indberetning af ledende medarbejderes 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 medarbejderes transaktioner skal indberettes og offentliggøres, jf. Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014
4.6 Storaktionærreglerne
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, § 38
Bekendtgørelse nr. 1172 af 31. oktober 2017 om storaktionærer
5.1 Insiderhandel
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 8, 9 og 14
5.2 Uretmæssig videregivelse af intern viden
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 10 og 14
5.3 Markedsmanipulation
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 12 og 15
5.4 Insiderlister
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug, artikel 18
Kommissionens gennemførelsesforordning (EU) 2022/1210 af 13. juli 2022 om gennemførelsesmæssige tekniske standarder for anvendelsen af Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 for så vidt angår det præcise format for insiderlister og for ajourføring af insiderlister
ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (MAR)
ESMA, Final Report on the draft implementing technical standards on the extension of the use of the alleviated format of insider lists, 21 October 2025, ESMA74-268544963-1552
5.5 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

5.6 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 stabiliserings-foranstaltninger
6.1 Aktier/gæld
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr 331 af 20/03/2025
6.2 Prospektregler
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr 331 af 20/03/2025
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, 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 forordning (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
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder
ESMA Final Report Technical advice concerning the Prospectus Regulation and the RTS updating the CDR on metadata, 12 June 2025, ESMA32-117195963-1417
7 Overtagelsestilbud
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, 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
8 Short selling (kort position)
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 236/2012 om short selling og visse aspekter af credit default swaps

9 Nasdaqs udstederregler
Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 7 July 2025
Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 April 2026
Nasdaq Copenhagen A/S, Rules for issuers of bonds, 1 May 2020
Nasdaq First North Bond Market – Rulebook – 1 January 2024
10.1 Anbefalinger for god Selskabsledelse
Anbefalingerne for god Selskabsledelse, Komitéen for god Selskabsledelse, 2. december 2020
Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 402 af 23. marts 2026, § 107 b
Bekendtgørelse nr. 959 af 13. september 32019 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, 7 July 2025
10.2 Vederlag til ledelsen
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 331 af 20. marts 2025, §§ 139, 139a og 139b
Erhvervsstyrelsens vejledning om selskabslovens krav til børsnoterede selskabers vederlagspolitik og vederlagsrapport, november 2021, version 3.0
10.3 Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 331 af 20. marts 2025, § 139 d
11.1 Forventninger til fremtiden
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 331 af 20. marts 2025, § 139 d
11.2 Beskrivelse af årets resultat
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 331 af 20. marts 2025, § 139 d
11.3 Gennemsigtighed
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 331 af 20. marts 2025, § 139 d
11.4 Politikker for det underrepræsenterede køn
Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 402 af 23. marts 2026, § 99 b
Lov om aktie- og anpartsselskaber, jf. LBK nr. 331 af 20. marts 2025
Lov nr. 1668 af 30. december 2024 om ændring af selskabsloven og årsregnskabsloven

Erhvervsstyrelsens vejledning om måltal og politikker for den kønsmæssige sammensætning af ledelsen og for afrapportering heraf, 3. december 2022, version 3.0
Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven
Lovbekendtgørelse nr. 1731 af 5. december 2023 af lov om finansiel virksomhed, § 79 a
Bekendtgørelse nr. 281 af 26. marts 2014 om finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl., § 135 a
11.5 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)
11.6 Redegørelse for mangfoldighed
Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 402 af 23. marts 2026, § 107 d
Bekendtgørelse nr. 1088 af 31. maj 2021 om offentliggørelse af en række redegørelser efter årsregnskabsloven
11.7 Rapportering om bæredygtighed
Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 402 af 23. marts 2026, §§ 99 a og 99 b
Europa-Parlamentets og Rådets direktiv (EU) 2026/470 af 24. februar 2026 om ændring af direktiv 2006/43/EF, 2013/34/EU og (EU) 2022/2464 for så vidt angår virksomheders bæredygtighedsrapportering og visse krav til virksomheders due diligence i forbindelse med bæredygtighed (omnibusdirektivet)
Bekendtgørelse nr. 328 af 24. februar 2026 om udskydelse af virksomheders pligt til rapportering om bæredygtighed og afregistrering af revisorer eller uafhængige erklæringsudbydere vedrørende bæredygtighedsrapportering
Bekendtgørelse nr. 1700 af 17. december 2025 om offentliggørelse af redegørelse for samfundsansvar efter årsregnskabsloven
Kommissionens delegerede forordning (EU) 2023/2772 af 31. juli 2023 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU for så vidt angår standarder for bæredygtighedsrapportering (ESRS-forordningen)
11.8 EU's taksonomiforordning
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 af 18. juni 2020 om fastlæggelse af en ramme til at fremme bæredygtige investeringer og om ændring af forordning (EU) 2019/2088 (taksonomiforordningen)
Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/2178 af 6. juli 2021 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852, som præciserer indholdet og fremlæggelsen af de oplysninger, der skal offentliggøres (oplysningsforordningen)
Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/2139 af 4. juni 2021 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852 for så vidt angår fastsættelse af de tekniske screeningskriterier (klimaforordningen)
Kommissionens delegerede forordning (EU) 2023/2486 af 27. juni 2023 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2020/852, som fastsætter de tekniske screeningskriterier (miljøforordningen)

12 Regnskaber
Årsregnskabsloven, jf. LBK nr. 402 af 23. marts 2026
Bekendtgørelse nr. 1089 af 31. maj 2021 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. 1493 af 18. november 2025
Nasdaq, Nordic Main Market Rulebook for Issuers of Shares, Nasdaq Copenhagen, Nasdaq Helsinki, Nasdaq Iceland, Nasdaq Stockholm, 7 July 2025
Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 April 2026
13 Revision og revisionsudvalg
Revisorloven, jf. LBK nr. 206 af 20. februar 2025
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, 20. juni 2022, version 1.2
Nasdaq First North Growth Market – Rulebook – 1 January 2024
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/EU
14 Finansielle oplysninger i prospekter
Lov om kapitalmarkeder, jf. LBK nr. 1493 af 18. november 2025, 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 forordning (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
Kommissionens delegerede forordning (EU) 2019/979 af 14. marts 2019 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 for så vidt angår reguleringsmæssige tekniske standarder for nøgleregnskabsoplysninger i prospektresuméet, offentliggørelse og klassificering af prospekter, annoncering vedrørende værdipapirer, tillæg til et prospekt og meddelelsesportalen, og om ophævelse af Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 382/2014 og Kommissionens delegerede forordning (EU) 2016/301

Kommissionens delegerede forordning (EU) 2021/528 af 16. december 2021 om supplerende regler til Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2017/1129 for så vidt angår mindstekravene til oplysninger i det dokument, der skal offentliggøres med henblik på en prospektfritagelse, i forbindelse med en overtagelsestransaktion gennem et ombytningstilbud, en fusion eller spaltning
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2021/337 af 16. februar 2021om ændring af forordning (EU) 2017/1129, for så vidt angår EU-genopretningsprospektet og målrettede justeringer for finansielle formidlere, og af direktiv 2004/109/EF, for så vidt angår brugen af det fælles elektroniske rapporteringsformat til årsrapporter, men henblik på at støtte genopretningen efter COVID-19 krisen
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EF) Nr. 1606/2002 af 19. juli 2002 om anvendelse af internationale regnskabsstandarder
Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2013/34/EU af 26. juni 2013 om årsregnskaber, konsoliderede regnskaber og tilhørende beretninger for visse virksomhedsformer, om ændring af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2006/43/EF og om ophævelse af Rådets direktiv 78/660/EØF og 83/349/EØF
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
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2019/2115 af 27. november 2019 om ændring af direktiv 2014/65/EU og forordning (EU) nr. 596/2014 og (EU) 2017/1129, for så vidt angår fremme af anvendelsen af SMV-vækstmarkeder
ESMA retningslinjer om oplysningskrav i henhold til prospektforordningen, ESMA32-382-1138
ESMA Consultation Paper, Draft technical advice on format and content of the prospectus, ESMA31-62-532
ESMA Final Report – udkast til retningslinjer om oplysningskrav i henhold til prospektforordningen, ESMA31-62-1426
ESMA Final Report, Technical advice under the Prospectus Regulation, ESMA31-62-800
ESMA Questions and answers on Prospectus Regulation, ESMA31-62-1258
ESMA Questions and answers, Prospectuses, ESMA31-62-780
ESMA retningslinjer, Alternative resultatmål, ESMA/2015/1415DA
ESMA Questions and answers, ESMA Guidelines on Alternative Performance Measures, ESMA32-51-370
Guidelines compliance table, Guidelines on Alternative Performance Measures (ESMA/2015/1415 REV)
Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) 2024/2809 af 23. oktober 2024 om ændring af forordning (EU) 2017/1129, (EU) nr. 596/2014 og (EU) nr. 600/2014 med henblik på at gøre offentlige kapitalmarkeder i Unionen mere attraktive for selskaber og lette adgangen til kapital for små og mellemstore virksomheder

Oversigt over hvilke selskaber der er omfattet af berørte emner

	Regnskabs-klasse C-stor	Reguleret marked		First North	
		Aktier	Gæld	Aktier	Gæld
Prospektpligt ved optagelse til handel (3.3)		X[1]	X[1]		
Periodiske oplysningsforpligtelser i KML (4.1)		X	X		
Løbende oplysningsforpligtelser – offentliggørelse af intern viden (4.3)		X	X	X	X
Krav til offentliggørelse og indsendelse til Finanstilsynet af regulerede informationer (4.4)		X	X		
Ledende medarbejderes og disse nærtståendes indberetning af handler (4.5)		X	X	X	X
Storaktionærreglerne (4.6)		X			
Forbud mod insiderhandel (5.1)		X	X	X	X
Uretmæssig videregivelse af intern viden (5.2)		X	X	X	X
Forbud mod markedsmanipulation (5.3)		X	X	X	X
Insiderlister (5.4)		X	X	X	X
Markedssonderinger (5.5)		X	X	X	X
Tilbagekøbsprogrammer og stabiliseringsfaciliteter (5.6)		X	X	X	X
Prospektpligt ved offentligt udbud (6.2)	X[1]	X[1]	X[1]	X[1]	X[1]
Overtagelsestilbud (7)		X			
Short selling (8)		X	X	X	X
Anbefalingerne for god Selskabsledelse (10.1)		X	X		
Vederlagspolitik og -rapport (10.2)		X			
Godkendelse og offentliggørelse af transaktioner med nærtstående (10.3)	[2]	X	[2]	[2]	[2]
Forventninger ti fremtiden (11.1)	X	X	X	[3]	[3]
Beskrivelse af årets resultat (11.2)	X	X	X	[3]	[3]
Gennemsigtighed (11.3)	X	X	X	[3]	[3]
Politikker for det underrepræsenterede køn (11.4)	X	X[4]	X	[3]	[3]
Kønsbalanceloven (11.4)		X[4]			
Redegørelse for politik for dataetik (11.5)	X	X	X	[3]	[3]
Redegørelse for mangfoldighedspolitik (11.6)		X[3]	X[3]		
Rapportering om bæredygtighed (11.7)	X[5]	X[5]	X[5]	[5]	[5]
EU's taksonomiforordning (11.8)	X[5]	X[5]	X[5]	[5]	[5]
Oplysninger i regnskab om storaktionærer over 5 % (12.2)		X	X		
Oplysninger i regnskabet om segmenter (12.3)	[6]	X	X	[6]	[6]
Oplysninger i regnskabet om ledelsen (12.4)		X	X		
Revisionsudvalg (13)		X	X		

1 Enkelte undtagelser
2 Offentliggørelse krævet hvis IFRS eller tilvalgt efter årsregnskabsloven
3 Kun krævet hvis C-stor
4 Afhængig af selskabets størrelse
5 Obs på forslag om ændring af anvendelsesområdet
6 Oplysninger jf. IFRS 15 (Indtægter fra kontrakter med kunder) er dog relevant

Hvordan kan PwC hjælpe?

PwC's ydelser inden en IPO readiness assessment

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 med udgangspunkt i en række prædefinerede spørgsmål kan vurdere en virksomheds børsmodenhed inden for udvalgte hovedområder. Se mere om IPO readiness assessment i bogens kapitel *2 Er selskabet børsmodent?* Vurderingen viser, hvor virksomheden skal sætte ind for at blive klar til en børsnotering. Flere af de nedenstående områder vil typisk indgå i et IPO readiness-forløb, men kan også leveres særskilt.

IFRS-konvertering

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

Processer og interne kontroller

Vi vurderer, om din virksomheds processer og interne kontroller er tilstrækkelige og robuste. Det omfatter bl.a. en vurdering af, om virksomheden har et setup, der gør den i stand til at agere som børsnoteret selskab.

Projektplan

En børsnotering er en omfangsrig og ressourcekrævende proces, som kræver grundig planlægning. Vi kan rådgive om indhold, proces, tidsplan med mere.



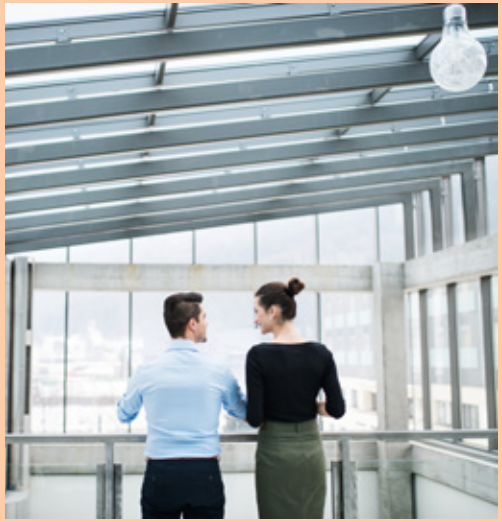
Prospektudarbejdelse og godkendelse

Vi har et indgående kendskab til prospektreglerne og kan vejlede dig som 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 udarbejder prospektet, og hjælpe med at formulere relevante afsnit med udarbejdelsen af selve prospektet eller virksomhedsbeskrivelsen.

Hvis din virksomhed er omfattet af reglerne om proformaregnskaber eller kompleks regnskabshistorie, kan vi rådgive om udarbejdelse af proformaregnskaber og om, hvordan oplysninger om kompleks regnskabshistorie mest effektivt tilvejebringes. Desuden kan vi deltage i drøftelser med Finanstilsynet for at finde de mest optimale løsninger.

Et prospekt skal godkendes af den kompetente myndighed, som i Danmark er Finanstilsynet. Finanstilsynet gennemgår som udgangspunkt fire til seks udkast,



hvilket typisk afføder en række kommentarer. Vi har indgående kendskab til de 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 afhængigt af værdipapirernes art
- gennemlæsning af prospektet med henblik på at vurdere, om prospektet lever op til prospektreglerne
- rådgivning og assistance med håndtering af kommentarer fra Finanstilsynet om regnskabsmæssige forhold og relaterede erklæringer.

På de områder, hvor de ansvarlige for prospektet afgiver erklæringer, ønsker både ledelsen og bankerne ofte komfort for at afdække deres forpligtelser. Her kan vi hjælpe med vejledning. Komfort omfatter typisk:

- komfort på finansielle oplysninger (CircleUp)
- driftskapital (working capital) og resultatforventninger, herunder forudsætninger
- lovpligtige skatteoplysninger
- efterfølgende begivenheder og evt. påvirkning af prospektet eller de finansielle oplysninger
- gennemgang af kvartalsrapporter
- rapport over Financial Reporting Procedures (FRP-rapport).

Vi hjælper også med at identificere, hvilke revisorerklæringer der er behov for i prospektet, herunder ved proforma og omarbejdelse (restatement) af regnskaber for at leve op til prospektkravene.

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 dig som udsteder i forhold til forståelse af reglerne.

Løbende oplysningsforpligtelser

Vi kan hjælpe med at drøfte oplysningsforpligtelserne, så du er bedre klædt på til at vurdere, om et konkret forhold udgør intern viden og derfor kræver en selskabsmeddelelse. Det kan fx være relevant i forbindelse med offentliggørelse af finansielle rapporter.

Finansielle rapporter (periodiske oplysningsforpligtelser)

Vi kan vejlede om de krav, der gælder for finansielle rapporter for selskaber, som har aktier optaget til handel på et reguleret marked eller på en multilateral handelsfacilitet. Det gælder bl.a., hvilke finansielle rapporter selskabet skal udarbejde, hvilket sprog de skal være på, og hvilke frister der gælder for offentliggørelse og indberetning.

For børsnoterede selskaber gælder også yderligere indholdskrav af især ledelsesberetningen. Vores erfarne team kan vejlede om de krav, der stilles, herunder oplysninger om:

- bæredygtighedsrapportering
- det underrepræsenterede køn
- corporate governance
- dataetik
- mangfoldighed
- transaktioner med nærtstående parter.

Vederlagspolitik og vederlagsrapport

PwC kan hjælpe med sparring i forbindelse med udarbejdelsen af vederlagspolitikken og vederlagsrapporten.

Hvis du som udsteder allerede har udarbejdet dokumenterne, kan vi også gennemgå dem og vurdere, om de lever op til selskabslovens krav.

Udenlandsk børsnotering

PwC har et stærkt internationalt netværk, som gør det muligt at rådgive om børsnoteringer i andre jurisdiktioner. Hvis et selskab overvejer en børsnotering i fx Storbritannien eller USA, kan vi trække på vores kolleger i de relevante lande og hjælpe sikkert igennem processen.

På PwC US' hjemmeside er det muligt at læse mere om:

- IPO-services i USA: *www.pwc.com/us/en/services/consulting/deals/library/cost-of-an-ipo.html*.
- 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 læse mere om:

- IPO-muligheden i UK: *www.pwc.co.uk/services/audit/capital-markets-assurance/initial-public-offerings-ipo.html*.

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*

© 2026 PwC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network and/or one or more of its member firms, each of which is a separate legal entity. Please see **www.pwc.com/structure** for further details.