



Børsens Dag 2023

Nyt fra Finanstilsynet

23. Maj 2023

Agenda

1. Markedsmisbrug

- Ny vejledning fra Finanstilsynet - Ledelsesvejledning
- Intern viden i forhandlingsforløb
- Investeringsanbefalinger

2. Prospekter

- Grønne obligationer
- Nyt sagsbehandlingssystem

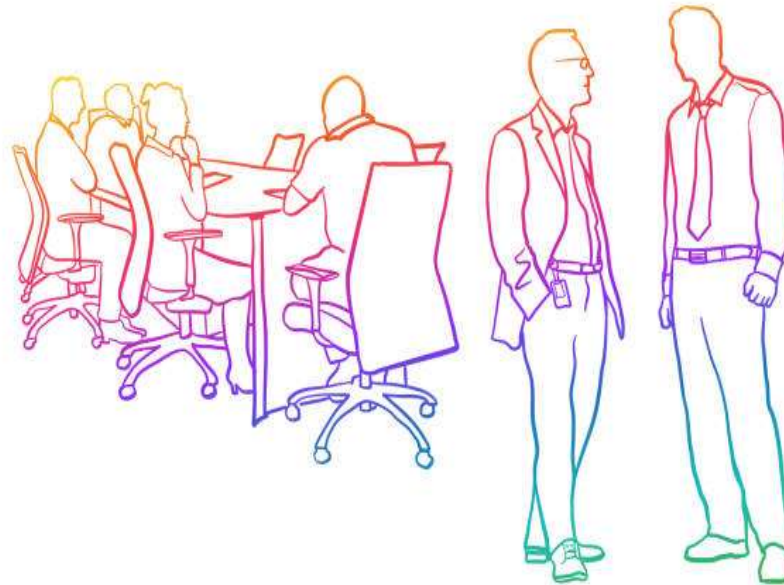
3. EU-listing forslag



Ny vejledning om offentliggørelse af intern viden om ledelsesændringer

Formålet med vejledningen

- *Hvornår foreligger der intern viden?*
- *Hvornår opstår den interne viden?*
- *Kan der ske udsættelse af offentliggørelsen af den interne viden?*



Hvornår foreligger der intern viden?

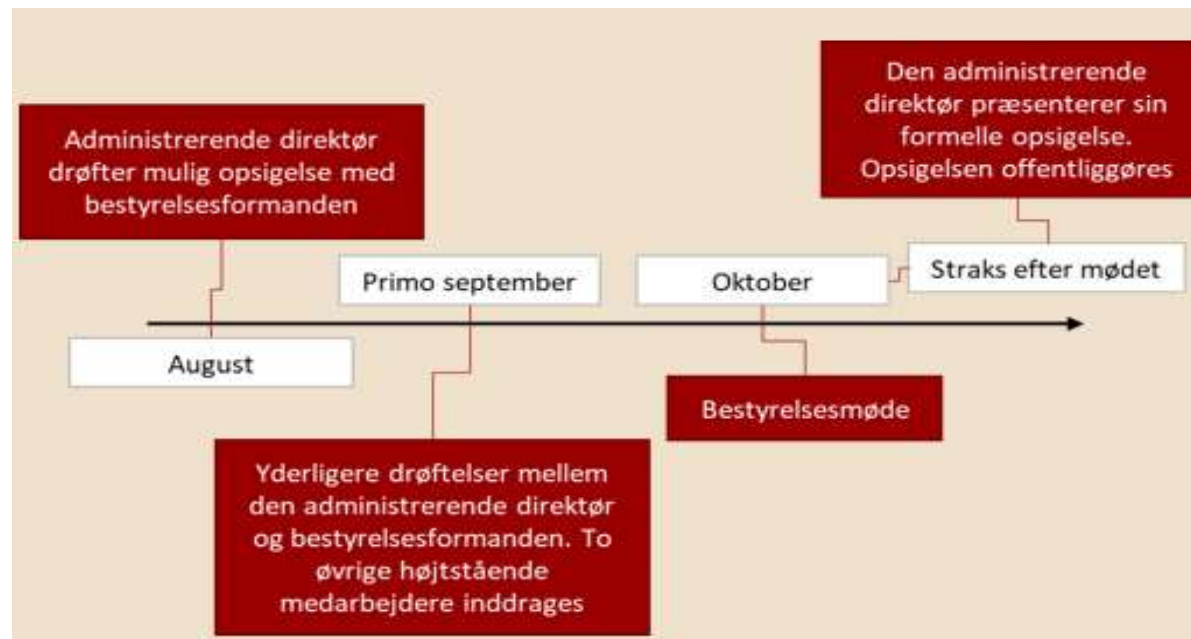
- *Specifik viden*
 - Spørgsmål om, hvornår den interne viden opstår.
- *Ikke-offentliggjort*
 - Offentliggjort hvis der er tale om en tidsbegrænset ansættelse eller en kendt aftale om alderspension.
 - Markedets forventninger er ikke nok til at konstatere, om noget er offentliggjort eller ej. Eksempelvis genvalg af bestyrelsesmedlem.

...de fire kriterier for intern viden skal være opfyldt

Hvornår foreligger der intern viden?

- *Direkte eller indirekte vedrører udsteder*
 - Indirekte viden, når et ledelsesmedlem beslutter sig for at opsige sin stilling
 - Direkte viden, når ledelsesmedlemmet kommunikerer sin beslutning om opsigelse til udstederen – opstår forpligtelse til at offentliggøre den interne viden.
- *Mærkbart vil kunne påvirke kursen*
 - Ikke nogen definition af et ledelsesmedlem.
 - Er personen særlig vigtig for virksomheden?
 - UP altid intern viden:
 - Administrerende direktør
 - Bestyrelsesformand

Hvornår opstår den interne viden?



...hvornår er der tale om specifik viden?

Kan der ske udsættelse af offentliggørelsen af den interne viden?

Øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade legitime interesser for udstederen

- Breder mulighed for udsættelse når det gælder ansættelse af et nyt ledelsesmedlem – eksempelvis forhandlinger om en mulig ansættelse.
- Snævrere mulighed for udsættelse når det gælder opsigelse af et ledelsesmedlem:
 - UP reguleret i en ansættelseskontrakt.
 - U1 ikke reguleret i en ansættelseskontrakt.
 - U2 fravigelse af ansættelseskontrakt.
- I tilfælde hvor det kun er bestyrelsen, der skal træffe afgørelse, vil der som UP heller ikke kunne ske udsættelse – derfor skal de have løbeskoene på.
 - U1 hvis forankret i organisationen – eksempelvis et beslutningsoplæg fra juridisk afdeling, der kræver yderligere undersøgelser.
- Hvis et ledelsesmedlem overvejer at opgive sin stilling kan det være legitimt at udsætte, da en offentliggørelse vil kunne skade ledelsesmedlemmets mulighed for at lede og skabe uro om virksomhed.

...de tre betingelser for udsættelse skal være opfyldt

Kan der ske udsættelse af offentliggørelsen af den interne viden?

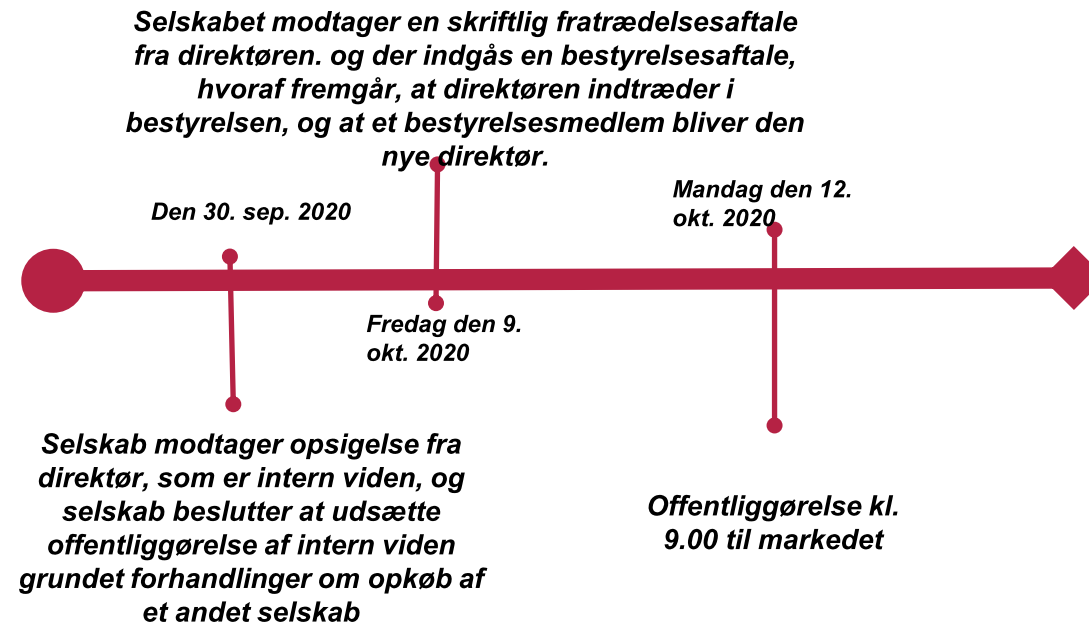
- *Udsættelse af offentliggørelse antages ikke at vildlede offentligheden*
 - Hvad har udsteder tidligere oplyst til markedet om en mulig ledelsesændring?
 - Eksempel i vejledning om, at en udsteder har meddelt, at en direktør ikke er på vej væk, hvorefter direktøren op siger sin stilling. Her vil det være vildledende at udsætte offentliggørelsen af den interne viden.
- *Udsteder er i stand til at sikre oplysningernes fortrolighed*
 - Sker der lækage skal udsteder offentliggøre den interne viden hurtigst muligt.
 - Vigtigt med insiderliste.
- Udsteder er altid ansvarlig for at sikre fremdrift i et forløb uanset udsættelse eller ej. Det gælder dog ikke, hvor beslutningen udelukkende ligger hos ledelsesmedlemmet.

Parallelle forløb

- Proces om ansættelse og fratrædelse af et ledelsesmedlem til den samme stilling foregår parallelt
- F.eks.: Udsteder sonderer efter mulige kandidater til stillingen som administrerende direktør med henblik på, at den nuværende direktør skal afskediges.
- UP ansættelse for sig og afskedigelse for sig. Der kan ikke ske udsættelse med henvisning til, at der pågår et parallelt forløb.
- U1 er en indbyrdes afhængighed mellem beslutningen om fratrædelse og ansættelse.
- F.eks.: Bestyrelsen ønsker kun at afskedige en direktør, hvis de kan få ansat en ny direktør, eller en direktør ønsker kun at opsige sin stilling, hvis bestyrelsen ansætter en ny direktør.

...kun udsættelse hvis indbyrdes afhængige

Ledelsesændringer og intern viden – afgørelse af 5. maj 2021



[Afgørelse af 5. maj 2021](#)



Offentliggørelse af intern viden skal ske hurtigst muligt, efter at betingelserne for udsættelse ikke længere er til stede.

Intern viden i forhandlingsforløb

Markedsmisbrug – intern viden i forhandlingsforløb

Nyhedsbrev om intern viden i forhandlingsforløb
Afgørelser fra den 7. oktober 2022 og 16. februar 2023

Det er for sent at klassificere et forhold som intern viden, når kontrakten er underskrevet!

Under forhandlingerne opstår der en rimelig forventning om, at aftalen vil blive indgået.

Vurder om det er en mulighed at udsætte offentliggørelsen af den interne viden.

1. Offentliggørelse skader udsteders legitime interesser.
 - ✓ Forhandlinger vil typisk udgøre en legitim interesse.
2. Offentligheden vildledes ikke.
3. Udsteder kan sikre oplysningernes fortrolighed.

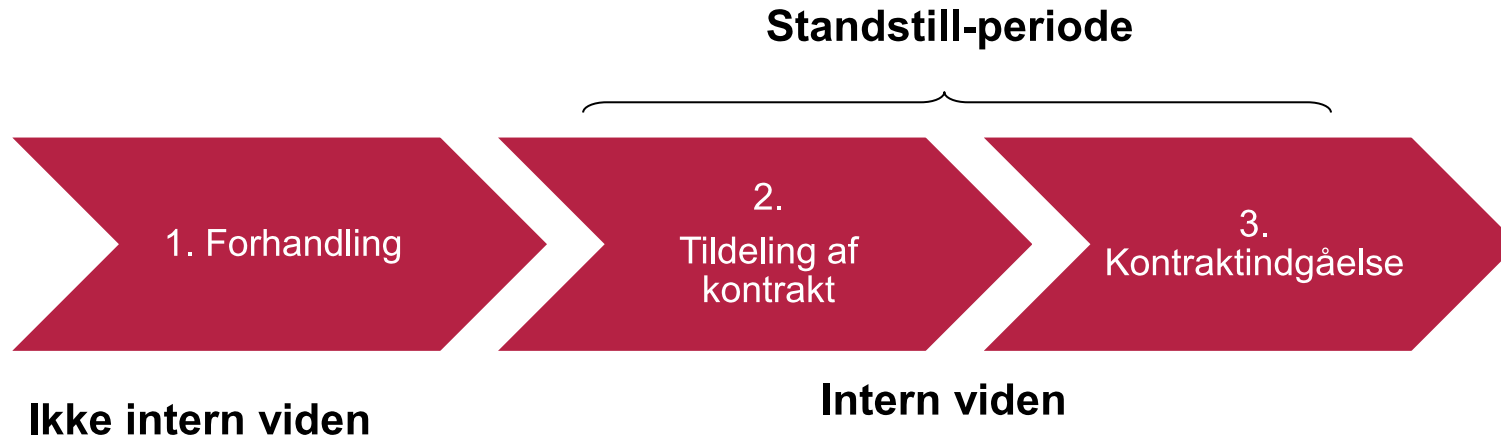
[Intern viden i forhandlingsforløb \(finansstilsynet.dk\)](https://finansstilsynet.dk)



...et spørgsmål om rettidig klassificering af intern viden

Markedsmisbrug - Intern viden i offentlige udbudssager

Nyhedsbrev – Hvornår er der tale om intern viden i offentlige udbudssager?



Udsættelse af offentliggørelse af den interne viden, hvis betingelserne herfor er opfyldt.

- En fortrolighedsklausul vil være en legitim interesse
- At en klage i standstill-perioden kan føre til et andet resultat vil ikke være en legitim interesse.

[Hvornår er der tale om intern viden i offentlige udbudssager? \(finansstilsynet.dk\)](http://finansstilsynet.dk)

Investeringsanbefalinger

Markedsmisbrug – Investeringsanbefaling

- Hvad er en investeringsanbefaling?
 - Information, der eksplicit eller implicit anbefaler eller foreslår en investeringsstrategi vedrørende ét eller flere finansielle instrumenter eller udstedere, herunder enhver udtalelse om den aktuelle eller fremtidige værdi af eller kurs på sådanne instrumenter, som er tiltænkt distributionskanaler eller offentligheden
- Definitionen af investeringsanbefalinger skelner mellem direkte og indirekte anbefalinger
 - Anbefaling om at købe, sælge eller holde et bestemt finansielt instrument, er en *direkte* investeringsanbefaling
 - Ingen konkret købs-, salgs- eller holdanbefaling, er en *indirekte* investeringsanbefaling
- Ikke-professionelle afsendere er kun omfattet af reglerne om investeringsanbefalinger, hvis den pågældende person direkte foreslår en bestemt investeringsbeslutning. Professionelle afsendere som f.eks. personer, hvis primære virksomhed er at udarbejde investeringsanbefalinger, er derimod omfattet af reglerne, uanset om der er tale om en direkte eller indirekte investeringsanbefaling, jf. artikel 3, nr. 34, litra i

Markedsmisbrug – Investeringsanbefalinger – Finfluencer

En handling (annoncering), hvor en finfluencer annoncerer via sociale medier, at man gratis kan kopiere vedkommendes investeringsstrategi, svarer til en direkte investeringsanbefaling

Hvorfor?

- En vurdering, fordi Finanstilsynet vurderer, at det svarer til, at vedkommende siger ”køb”, ”sælg” eller ”hold” et bestemt finansielt instrument (bred fortolkning, ikke en smal fortolkning – uprøvet)

Hvad betyder det?

- Finfluencers kan enten klassificeres som professionelle afsendere eller eksperter
- Underlagt de skærperede oplysningskrav i den delegerede forordning

Hvad gør Finanstilsynet ved det?

- Sociale medier bliver hyppigt brugt til at udbrede investeringsanbefalinger
- De personer, der udbreder investeringsanbefalingerne, er i mange tilfælde ikke klar over reglerne

Grønne obligationer

Prospekter - oplysningskrav til grønne obligationer – I

- Hvad er en grøn obligation?
 - Obligationer, hvor pengene fra udstedelsen er øremærket til at finansiere miljømæssige bæredygtige økonomiske aktiviteter
- Hvad er problemet?
 - Undgå sager om greenwashing
 - Klart for investorerne, hvad de investerer i
- Forsøgt at beskrive de bæredygtighedsrelaterede oplysningskrav, der (som minimum) bør fremgå af et prospekt (se [Oplysningskrav til prospekter for grønne obligationer \(finanstilsynet.dk\)](https://www.finanstilsynet.dk/om-finanstilsynet/tilsynsobjekter/obligationer/gronne-obligationer))

Prospekter - oplysningskrav til grønne obligationer – II

- Forventer gennemsigtighed omkring, hvordan provenuet fra en grøn udstedelse anvendes til grønne (bæredygtige) formål.
- Hvordan gør udstederne i dag?
 - Fastsat og offentliggjort, hvilke aktiviteter, der kvalificeres som grønne i et Green Bond Framework
- Regulatorisk ramme?
 - Ingen, men dog de generelle rammer omkring fuldstændighed, forståelighed og ensartethed
- Hvad betyder det konkret?
 - Beskriv de grønne obligationer
 - Beskriv de aktiviteter, der klassificeres til at blive finansieret af obligationer .

Øve, præcise beskrivelser i prospektets afsnit om udbudsprogrammet

Prospekter - oplysningskrav til grønne obligationer – III

- Er der hjælp at hente?
 - Der findes regler i EU's taksonomiforordning omkring, hvilke aktiviteter der kan klassificeres som grønne bæredygtige aktiviteter
 - Udsteder bør oplyse, hvorvidt der er overensstemmelse mellem udstedernes egne kriterier og kriterierne i EU's taksonomiforordning
 - Særligt i relation til provenuet bør udsteder angive, hvor stor en andel af aktiviteterne, som obligationen forventes at finansiere, der vil være i overensstemmelse med kriterierne i taksonomiforordningen
- Hvorfor angive andelen, hvorfor er det vigtigt?
 - En oplysning, som investorerne efterspørger, så investorerne kan iagttage kravet om at oplyse, hvor stor en andel af deres underliggende investering, der lever op til kriterierne i taksonomiforordningen

Prospekter - oplysningskrav til grønne obligationer – III

- Hvad, hvis udsteders definition af "grøn" ændrer sig?
 - Det er afgørende, hvad udsteder oplyste på prospekttidspunktet (udstedelsestidspunktet)
 - Investorerne kan ikke over tid forvente en om allokering, hvis udsteders Green Bond Framework ændrer sig
 - Mao. udsteder kan godt løbende justere (og ikke mindst forbedrer) et Green Bond Framework

Nyt sagsbehandlingssystem

Prospekter - nyt sagsbehandlingssystem

- Ændrede procedure, når man skal have et prospekt godkendt
 - Sagen starter som hidtil, hvor man sender en e-mail til Finanstilsynets "Prospekt postkasse".
 - Herefter oprettes en sag i Finanstilsynet journaliseringssystemer
 - Bekræftelse modtages fra Finanstilsynet med en e-mail et link til, hvordan første filing sendes ind
 - Udsteder/rådgiver bliver omdirigeret til "blanketrobotten", hvorefter man skal følge denne sagsvej
- Hvorfor?
 - Formålet er at få en bedre journalisering og registrering af processen omkring prospekter, herunder sagsbehandlingstiden
 - Formålet er få kvalitet samt sikring af en række informationer, som Finanstilsynet er forpligtet til at indberette til de Europæiske tilsynsmyndigheder

EU-listing forslag

Baggrund

- KOM's forslag til, hvordan adgangen til EU's kapitalmarkeder kan lettes.
- Formål:
 - Forenkle kravene ifbm. børsintroduktion og den løbende rapportering til markederne.
 - Opretholdelse af investorbeskyttelse og markedintegritet.
- Ændringerne vedrører:
 - **Prospektforordningen**
 - **Markedsmisbrugsforordningen**
 - MiFIR
 - MiFID II
 - Ophævelse af noteringsdirektivet
 - Nyt direktiv om flere stemmerettighedsstrukturer



Prospektforordningen – gældende regler

- Fastsætter kravene til udarbejdelse, godkendelse og offentliggørelse af et prospekt, når værdipapirer som f.eks. aktier eller obligationer udbydes til offentligheden eller optages til handel på et reguleret marked.
- Formål: At investorerne træffer investeringsbeslutninger på et oplyst grundlag.
- Prospektpligt iht. prospektforordningen?
 - HR: Udbud af værdipapirer med en værdi på mere end 8 mio. EUR.
 - U: En række undtagelser hertil – f.eks. værdipapirer, som er fungible med værdipapirer, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked, hvis de udgør mindre end 20 pct. af antallet af værdipapirer, der allerede er optaget til handel
 - Dertil kan MS fastsætte en national tærskel lavere end de 8 mio. EUR.
 - Dertil kan MS endvidere fastsætte nationale, lempeligere regler under den nationale tærskel.
 - = Mange forskellige tærskler i EU + mange forskellige nationale regler (!)

Tabel: Tærskler for prospektpligt efter forordningen

Tærskel	Krav
> 8 mio. EUR	Prospektpligt, jf. PR-forordning MS der har fastsat denne tærskel i national ret: DE, DK, EE, FI, FR, IE, IT, LV, LU, LT ([EØS: NO IS, Lichtenstein)
1 – 8 mio. EUR	MS kan fastsætte en national tærskel for prospektpligt efter PR-forordning. Følgende MS har udnyttet med diverse tærskler: AT, BE, CY, EL, ES, HR, NL, MT, PT (5 mio. EUR), SL (3 mio. EUR), PL, SE (2,5 mio. EUR) og BG, CZ, HU, RO, SK (1 mio. EUR).
0-8 mio. EUR	MS kan fastsætte nationale regler under den nationale grænse, som skal være mindre byrdefulde end reglerne efter PR-forordningen. Følgende MS har udnyttet denne mulighed: AT, BE, DE, EE, EL, FI, FR, HU, HR, IE, IT, LV, LT, LU, MA, NL, PL, SL. (EØS: NO IS) MS, der ikke har fastsat nationale lempeligere regler: BG, CY, CZ, DK, EL, ES, NL, MT, PT, RO, SK, SE
< 1 mio. EUR	Der kan ikke kræves prospektpligt efter PR-forordning

...vi ligger over en lang række øvrige EU-lande

Prospektforordningen – forslag til ændringer

- Formål:
 - Gøre det lettere og billigere at udarbejde et prospekt.
 - Give investorerne mulighed for at foretage oplyste investeringsbeslutninger via let-analyserbart og kortfattet information.
- Tærskel på 8 mio. EUR hæves til 12 mio. EUR og harmoniseres.
 - MS kan ikke fastsætte nationale tærskler, men kan godt fastsætte nationale lempeligere regler.
 - *DK støtter forslaget om en harmoniseret tærskel. NB. 12 mio. EUR er umiddelbart højt.*
- Mere standardiserede og strømlinede prospekter
 - Standardrækkefølge
 - Præcisering af kravene til risikofaktorer
 - Max 300 sider

Prospektforordningen - forslag til ændringer

- Undtagelser i forbindelse med sekundære udstedelser, f.eks.:
 - Grænsen for optagelse til handel af værdipapirer, der er fungible med værdipapirer, der allerede er optaget til handel på det samme regulerede marked hæves fra 20 pct. til 40 pct.
 - Samme undtagelse ved udbud af værdipapirer til offentligheden, der skal optages til handel på et reguleret marked eller SMV-vækstmarked, som er fungible med værdipapirer, der allerede er optaget til handel på det samme marked.
- Nyt "EU-opfølgningsprospekt"
 - For sekundære udstedelser
 - Max 50 sider
- Nyt "Vækstorienteret EU-udstedelsesdokument"
 - Bl.a. SMV'er og udstedere, hvis værdipapirer er eller skal optages til handel på et SMV'vækstmarked.
 - Max 75 sider.
- Strømline og forbedre godkendelsesprocessen
 - Specificere, hvornår en tilsynsmyndighed må kræve ekstra oplysninger, tidsforbruget på en godkendelse mv.

Markedsmisbrugsforordningen – gældende regler

- Indeholder forbud mod markedsmisbrug, dvs. insiderhandel, uretmæssig videregivelse af intern viden og markedsmanipulation, som forebygges med oplysnings- og registreringsforpligtelser.
- Formål: At styrke gennemsigtigheden, markedsintegriteten og investorbeskyttelsen på de finansielle markeder.
- Hurtigst mulig offentliggørelse af intern viden
- Insiderlister
- Ledende medarbejderes transaktioner

Markedsmisbrugsforordningen – forslag til ændringer

- Intern viden
 - Mellemliggende skridt i en langvarig proces skal ikke længere offentliggøres, hvis disse i sig selv udgør intern viden.
 - "Langvarig proces" præciseres i en ikke-udtømmende liste, ligesom det foreslås præciseret, hvornår den interne viden herom skal offentliggøres.
 - Formål: Informationen til markedet skal have en reel værdi.
- Insiderlister
 - Personkredsen på insiderlister begrænses, så det gælder for alle udstedere (og ikke kun SMV'er), at der kun skal medtages personer, der på grund af deres hverv har regelmæssig adgang til intern viden.
 - Formål: At gøre det mindre byrdefuldt for udstedere.
- Ledende medarbejderes transaktioner
 - Tærsklen for, hvornår der skal ske underretning til kompetente myndigheder og hvornår der skal ske offentliggørelse hæves fra 5.000 EUR til 20.000 EUR. MS kan lave en national tærskel på 50.000 EUR.