

Udskriftsdato: 20. december 2025

VEJ nr 9449 af 14/06/2021 (Gældende)

Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?

Ministerium: Erhvervsministeriet

Journalnummer: Erhvervsmin.,
Finanstilsynet, j.nr. 21-002118

Vejledning – Hvornår skal en udsteder offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden?

Som udsteder er man altid omfattet af reglerne om offentliggørelse af intern viden. Det kan dog være en udfordring at afgøre, hvilke oplysninger i finansielle rapporter der er intern viden. I denne vejledning kan udstedere læse mere om, hvad Finanstilsynet lægger vægt på i definitionen af intern viden.

1. Offentliggørelseskrav

Denne vejledning giver eksempler på, om og hvornår en udsteder skal offentliggøre oplysninger i finansielle rapporter som intern viden.

Offentliggørelsen af intern viden er et krav i medfør af artikel 17, stk. 1, i Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmisbrug (herefter MAR). Udsteders forpligtelse til at offentliggøre intern viden hurtigst muligt kaldes udsteders ”løbende oplysningsforpligtelse”.

En udsteder på et reguleret marked er også forpligtet til at offentliggøre årsrapporter og halvårsrapporter i henhold til §§ 26 og 27 i lov om kapitalmarkeder. Denne forpligtelse kaldes udsteders ”periodiske oplysningsforpligtelse”.

Den periodiske oplysningsforpligtelse og den løbende oplysningsforpligtelse er to separate forpligtelser.

Oplysninger, der indgår i udsteders årsrapporter eller halvårsrapporter, kan altså godt være genstand for en pligt til offentliggørelse hurtigst muligt og inden offentliggørelsen af hele årsrapporten eller halvårsrapporten.

Det samme gælder oplysninger, der indgår i udstederens frivillige finansielle rapporteringer (kvartalsrapporter og periodemeddelelser). Finanstilsynet bemærker, at der ikke er krav om, at en udsteder skal offentliggøre kvartalsrapporter og periodemeddelelser. En udsteder kan dog frivilligt have valgt at offentliggøre kvartalsrapporter og periodemeddelelser.

Denne vejledning indeholder eksempler på finansielle mål (”forventninger”, ”forecasts”, ”guidance” m.v.). Finanstilsynet henviser til den relevante regnskabslovgivning for den enkelte udsteder, når udstederen skal vurdere, om udstederen er forpligtet til at offentliggøre finansielle mål. Hvis udstederen er en finansiell virksomhed, fremgår reglerne af den relevante regnskabsbekendtgørelse.

Ledelsesberetningen i årsrapporter skal f.eks. beskrive virksomhedens forventede udvikling, herunder særlige forudsætninger og usikre faktorer, som ledelsen har lagt til grund for beskrivelsen. Det fremgår af § 99, nr. 5, jf. § 102, stk. 3, i årsregnskabsloven. Oplysninger om forventet udvikling skal som minimum gives for det kommende regnskabsår. Så vidt muligt skal ledelsesberetningen også angive niveauet af væsentlige hovedtal som forventet resultat, nettoomsætning m.v. Det fremgår af de specielle bemærkninger til § 99, nr. 5, i årsregnskabsloven (lovforslag nr. 138 af 10. januar 2001). I det omfang ledelsen har forventninger til en mere langsigtet udvikling, skal dette også fremgå af beretningen. Omtalen af de særlige forudsætninger skal være konkret i forhold til udstederens situation.

Ledelsesberetningen skal beskrive årets resultat sammenholdt med enten den forventede udvikling ifølge den senest offentliggjorte årsrapport eller ifølge de forventninger, der senest er offentliggjort i årets løb. Eventuelle afvigelser i resultatet skal begrundes i forhold til dette. Det fremgår af årsregnskabslovens § 100, jf. § 102, stk. 3, og § 107, stk. 2. Kravet om beskrivelse af årets resultat i forhold til forventet udvikling og begrundelse af forskelle skal opfyldes, uanset om virksomheden har offentliggjort et forventet resultat med beløb, et resultatinterval eller blot beskrevet den forventede udvikling verbalt. Det fremgår af de specielle bemærkninger til § 100 i årsregnskabsloven (lovforslag nr. 138 af 10. januar 2001).

De nævnte regler til ledelsesberetningen findes også i de forskellige regnskabsbekendtgørelser.

2. Intern viden i finansielle rapporter

Finansielle rapporter er som udgangspunkt ikke intern viden. En finansiell rapport kan dog indeholde oplysninger, der udgør intern viden. Om oplysningerne i finansielle rapporter er intern viden afhænger af, om de enkelte oplysninger opfylder kravene til intern viden.

I perioden op til aflæggelsen af finansielle rapporter kan intern viden, der skal indgå i rapporteringen, overordnet antage to former:

- Intern viden i form af enkeltstående kurspåvirkende forhold eller begivenheder.
- Intern viden i form af oplysninger, der i forbindelse med forberedelsen af den finansielle rapportering fremkommer ved sammenstilling af flere enkeltstående oplysninger. Disse oplysninger har altså ikke individuelt en kurspåvirkende effekt, men tilsammen kan de have det, og får derved karakter af intern viden. Det kan eksempelvis være tilfældet, hvor en udsteder ud fra flere enkeltstående oplysninger når frem til, at der skal ske en op- eller nedjustering af tidligere offentliggjorte finansielle mål, jf. nærmere nedenfor under afsnit 2.1. og 2.2.

Som udgangspunkt er en sammenstilling af oplysninger dog ikke intern viden. Derfor er det heller ikke hele den finansielle rapport, der er intern viden.

Udstederen skal være opmærksom på, hvornår oplysningerne er intern viden i henhold til definitionen i artikel 7 i MAR. Ved intern viden forstås:

1. Specifik viden,
2. som direkte eller indirekte vedrører en eller flere udstedere eller et eller flere finansielle instrumenter,
3. som ikke er blevet offentliggjort,
4. og som mærkbart ville kunne påvirke kursen på disse finansielle instrumenter eller på de heraf afledte finansielle instrumenter.

Oplysninger anses som ”specifik viden”, når:

- de pågældende oplysninger 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, hvis
- de pågældende oplysninger er tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion på de pågældende forholds eller den pågældende hændelses indvirkning på kurserne på finansielle instrumenter eller de relaterede afledte instrumenter.

Det vil altid være en konkret vurdering, hvornår et forhold eller en hændelse med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge eller indtræde. Det er ikke muligt at opstille generelle kriterier for at vurdere, hvornår denne rimelighed er til stede.

Det afgørende kriterium for, om der i forhold til fremtidige forhold og hændelser foreligger specifik viden, vil være, om det med rimelighed kan forventes, eller om der er en reel mulighed for, at sådanne forhold og hændelser vil indtræde eller foreligge, jf. artikel 7, stk. 2, i MAR og EU-Domstolens udtalelse i Daimler vs. Geltsl-afgørelsen (EU-domstolens udtalelse af 28. juni 2012, jf. C 19/11).

Begrebet "reel mulighed" kan ikke fastlægges ud fra en simpel sandsynlighedsberegning. EU-Domstolen har i Daimler vs. Geltsl-afgørelsen afvist, at en udsteder kan eller skal anvende en "sandsynligheds- og væsentlighedsvægtet" vurdering (det betyder, at jo mere væsentligt et forhold er, jo mindre sandsynlighed kræves der for, at der foreligger intern viden og omvendt). Udsteder skal derimod vurdere oplysningerne i forhold til virksomheden og den konkrete situation.

Som nævnt ovenfor omfatter definitionen af intern viden både viden, der direkte og indirekte vedrører udstederen selv. Den interne viden, der er omfattet af udstederens løbende oplysningspligt, er i artikel 17, stk. 1, indsnævret til kun at vedrøre intern viden, der direkte vedrører udsteder.

Hvornår specifik viden mærkbart vil kunne påvirke kursen på de finansielle instrumenter, afhænger af, om en fornuftig investor antages at ville benytte denne viden som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger. Det afhænger med andre ord af, hvad udstederen må antage, at en fornuftig investor lægger til grund i sin investeringsbeslutning. En udsteder kan med fordel arbejde med vejledende grænser for, hvornår bestemte forhold anses for mærkbart at ville kunne påvirke kursen. Det kan ske ved, at udstederen f.eks. arbejder med en nedre grænse for, hvornår udstederens kontrakter eller ordrer er intern viden. Grænsen kan f.eks. være angivet i DKK eller anden værdi, der beskriver betydningen af kontrakten eller ordren. Det vil kunne smidiggøre processen, når udstederen skal vurdere, om oplysningerne udgør intern viden.

Når en udsteder vurderer, om en oplysning er intern viden, sker det ofte med fokus på de to krav om, at oplysningerne for det første udgør specifik viden og for det andet mærkbart ville kunne påvirke kursen. Udstederen skal dog også huske kravet om, at der skal være tale om ikkeoffentliggjorte oplysninger. Oplysninger, der tidligere er blevet offentliggjort, er altså ikke intern viden.

2.1 Forventninger til indeværende år

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

I det tilfælde hvor en udsteder ikke kan opretholde de offentliggjorte finansielle mål for indeværende år, bør udstederen ligeledes tage stilling til, hvorvidt der er tale om interne viden, som skal offentliggøres hurtigst muligt. Derfor bør en udsteder også løbende overvåge og undersøge, om de udmeldte finansielle forventninger fortsat er retvisende.

Derimod vil der ikke være tale om intern viden, hvis de nye finansielle mål eller faktisk realiserede resultater er indenfor de tidligere offentliggjorte finansielle mål.

I boksen under afsnit 2.2. er eksempler på, hvornår finansielle mål til et kommende regnskabsår og ændringer hertil er indenfor tidligere offentliggjorte finansielle mål, og hvornår en udsteder ikke vil kunne opretholde de offentliggjorte finansielle mål.

2.2 Langsigtede forventninger

Ligesom de første udmeldinger omkring de finansielle forventninger for et kommende regnskabsår kan være intern viden, mener Finanstilsynet også, at de første udmeldinger omkring langsigtede forventninger kan udgøre intern viden, dvs. forventninger der i denne sammenhæng har et fremtidsaspekt på mere end et regnskabsår.

Finanstilsynet er opmærksomme på, at langsigtede forventninger ofte er af overordnet og strategisk karakter og bruges til at give indikationer på, hvilken vej en virksomhed ønsker at bevæge sig i de kommende år. Langsigtede forventninger kan derfor både fremstå som konkrete og målbare, eller ikke-konkrete og ikke målbare. Er der tale om konkrete og målbare langsigtede forventninger, eksempelvis ved at forventningerne til den fremtidige vækst pr. år er angivet i procenter, er der større sandsynlighed for, at disse forventninger vil kunne udgøre intern viden, og omvendt, hvis der er tale om ikkekonkrete og ikke målbare forventninger.

I det tilfælde hvor en udsteder har offentliggjort langsigtede forventninger, og udstederen foretager ændringer til disse, der ligger udenfor de tidligere offentliggjorte forventninger, bør udstederen også her tage stilling til, hvorvidt disse ændringerne udgør intern viden, som skal offentliggøres hurtigst muligt. Derfor bør en udsteder også her løbende overvåge og undersøge, om de udmeldte langsigtede forventninger fortsat er retvisende.

Er der tale om ændringer til langsigtede forventninger, der ikke er konkrete og målbare, er det mindre sandsynligt, at ændringerne vil udgøre intern viden, da ændringerne i de fleste tilfælde ikke vil være tilstrækkeligt specifikke til at udgøre intern viden. Dette vil dog altid bero på en konkret vurdering.

Nedenfor er eksempler på, hvornår langsigtede forventninger kan udgøre intern viden.

Eksempler på, hvornår forventninger til indeværende år og langsigtede forventninger ligger udenfor eller indenfor de tidligere offentliggjorte forventninger

Eksempel 1 – de finansielle forventninger til det kommende regnskabsår ligger indenfor de tidligere udmeldte langsigtede forventninger (%)

En udsteder har tidligere offentliggjort, at selskabets langsigtede forventninger til den årlige vækst de kommende tre år er 6-7 % årligt. I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten for det andet år, vurderer udsteder, at væksten for dette tredje år vil være på 6 %.

Forventningerne til det tredje år afviger altså ikke fra de tidligere udmeldte forventninger. Der er derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Eksempel 2 – Nye forventninger til helåret ligger indenfor de allerede udmeldte forventninger (%)

En udsteder har tidligere offentliggjort forventningerne til en salgsvækst på 10-15 %. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at udstederen nu forventer en salgsvækst på 12-13 %.

Den nye forventning afviger altså ikke fra den allerede offentliggjorte forventning. Der er derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Eksempel 3 – Nye forventninger til helåret ligger indenfor de allerede udmeldte forventninger (kr.)

En udsteder har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet var i niveauet 40-60 mio. kr. før skat. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at udstederen nu forventer et resultat i niveauet 45-55 mio. kr. før skat.

Den nye forventning afviger altså ikke fra den allerede offentliggjorte forventning. Der er derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Eksempel 4 – Nye forventninger til helåret afviger fra de allerede udmeldte forventninger (kr.)

En udsteder har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet var i niveauet 70-90 mio. kr. før skat. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at udstederen nu forventer et resultat i niveauet 60-80 mio. kr. før skat.

Udstederen kan altså ikke opretholde de offentliggjorte finansielle mål. Der er dermed tale om ikkeoffentliggjorte oplysninger, og derfor skal udstederen vurdere, om de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt.

Eksempel 5 – Nye forventninger til helåret afviger ikke fra de allerede udmeldte forventninger (kr.)

En udsteder har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet var i niveauet 40-60 mio. kr. før skat. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at udstederen nu forventer et resultat omkring 60 mio. kr.

Den nye forventning afviger altså ikke fra den allerede offentliggjorte forventning. Der er altså tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Eksempel 6 – Ny forventning til årets resultat afviger fra de udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årets resultat, eksklusiv værdireguleringer, udgør 175 mio. kr. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at den nye forventning er, at årets resultat eksklusiv værdireguleringer udgør 200 mio. kr.

Der er dermed tale om ikkeoffentliggjorte oplysninger, og derfor skal udstederen vurdere, om de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt.

Eksempel 7 – De realiserede helårstal afviger fra de allerede udmeldte forventninger for helåret (kr.)

En udsteder har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet var i niveauet 70-90 mio. kr. før skat. I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten vurderer udstederen, at det endelige årsresultat er 50 mio. kr. før skat, og at man dermed ikke kan opretholde de offentliggjorte finansielle mål.

Der er dermed tale om ikkeoffentliggjorte oplysninger, og derfor skal udstederen vurdere, om de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt.

Eksempel 8 – Den realiserede EBIT-margin er i overensstemmelse med den allerede udmeldte EBIT-margin for helåret

En udsteder har tidligere offentliggjort forventningerne til en EBIT-margin for helåret, der når over 12 %. I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten vurderer udstederen, at denne EBIT-margin er lidt over 12 %.

Den nye forventning afviger altså ikke fra den allerede offentliggjorte forventning. Der er derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Eksempel 9 – Nye forventninger til et langsigtet finansielt mål om vækst i driftsresultat

En udsteder har tidligere offentliggjort et langsigtet finansielt mål om vækst i driftsresultatet på 12-15 %. I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten vurderer udstederen på baggrund af opdaterede analyser, at målet skal revideres til en gennemsnitlig vækst i driftsresultatet på 5-8 %.

Der er dermed tale om ikkeoffentliggjorte oplysninger, og derfor skal udstederen vurdere, om de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt.

Eksempel 10 – Endeligt resultat afviger ikke fra de udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort, at forventningerne til årsresultatet var i niveauet 50-100 mio. kr. før skat. I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten vurderer udstederen, at det endelige årsresultat er 90 mio. kr. før skat.

Årsresultatet afviger altså ikke fra den allerede offentliggjorte forventning. Der er derfor tale om tidligere offentliggjorte oplysninger og dermed ikke intern viden.

Eksempel 11 – Nye langsigtede forventninger afviger ikke fra de allerede udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort, at selskabets langsigtede forventninger til den årlige vækst de kommende fire år er 2-4 pct. årligt.

I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten vurderer udsteder, at det pga. væsentlige ændringer i markedet for udsteders produkter er vanskeligt at nå den tidligere udmeldte forventning. Bestyrelsen træffer en række strategiske beslutninger, som gør, at det tidligere udmeldte skøn alligevel kan fastholdes, og der er således ikke behov for at offentliggøre nye forventninger.

3. Kravet om offentliggørelse, finanskalenderen og det ledelsesmæssige skøn

En udsteder skal offentliggøre intern viden hurtigst muligt.

En udsteder kan ikke vente med at offentliggøre intern viden til offentliggørelsen af en finansiell rapport. Ledelsen hos udsteder skal altså vurdere den mulige interne viden, når den mulige interne viden opstår, og kan ikke vente på den planlagte offentliggørelse efter finanskalenderen.

Opstår der eksempelvis intern viden under udarbejdelsen af en årsrapport, kan udstederen være forpligtet til at offentliggøre disse oplysninger, uanset at fristen eller den planlagte dato for offentliggørelsen af årsrapporten endnu ikke er nået.

Det vil ikke være nødvendigt at offentliggøre hele årsrapporten, halvårsrapporten, kvartalsrapporten eller periodemeddelelsen. Udstederen har alene pligt til at offentliggøre de oplysninger, der udgør intern viden, og som er omfattet af udstederens løbende oplysningspligt.

Det kan ske ved, at udstederen offentliggør en selskabsmeddelelse, hvor udstederen f.eks. skriver, at udstederen forventer at opjustere eller nedjustere de finansielle mål og begrundet hvorfor.

Udstederen har en relativt kort periode til at vurdere de konkrete oplysninger, inden udstederen skal offentliggøre oplysningerne som intern viden. Ledelsen har et vist råderum til at foretage et skøn over mulig intern viden, f.eks. en nedjustering eller en opjustering. Rækkevidden af ledelsens skøn afhænger af den konkrete situation, hvor det er en balance mellem et "sikkert skøn" og "hurtigst muligt". Der er også forskel på, om den interne viden er åbenbar, eller om der er behov for en nærmere vurdering af de enkelte oplysninger.

Der er ikke samme råderum for et ledelsesmæssigt skøn, hvor den interne viden er åbenbar. Åbenbar intern viden kan f.eks. være, at en kunde opsiger en væsentlig kontrakt med udstederen, eller at udstederen får afslag fra en myndighed på godkendelse af et produkt. I regnskabsmæssig sammenhæng skal ledelsen eksempelvis beslutte, om der skal ske en nedjustering eller ændres et interval. Det er berettiget, at der foretages yderligere undersøgelser, når ledelsen vurderer, at det ikke er åbenbart, om der er eller

ikke er tale om intern viden. Det er dog afgørende, at undersøgelserne reelt vil kunne ændre ledelsens umiddelbare vurdering. Skønnet har altså en grænse. Det betyder, at ledelsen hos udstederen ikke løbende kan iværksætte tiltag eller undersøgelser i stedet for at tage en beslutning om offentliggørelse eller ej. Det vil være en uberettiget forhaling af offentliggørelsesprocessen og dermed en overtrædelse af artikel 17 i MAR.

Råderummet for det ledelsesmæssige skøn vil være begrænset hos de store virksomheder, fordi der ofte allerede vil være foretaget en række undersøgelser, inden den mulige interne viden identificeres og præsenteres for ledelsen. Derimod vil råderummet for det ledelsesmæssige skøn være større hos de mindre virksomheder, fordi der ofte ikke er foretaget de samme undersøgelser af den mulige interne viden.

Desuden kan råderummet for det ledelsesmæssige skøn være begrænset, hvis der er tale om forventninger til det kommende regnskabsår eller opdaterede forventninger til indeværende år.

Forventninger til et kommende regnskabsår eller opdaterede forventninger til indeværende år er baseret på den observerede udvikling i driften og på markedet. På baggrund af den realiserede udvikling kan det være mere eller mindre åbenlyst, at en justering af forventningerne er nødvendig. I de tilfælde hvor det er åbenlyst, at en justering af forventningerne er nødvendig, og hvor tiltag må vurderes ikke at kunne opveje den hidtidige udvikling i året, er råderummet for det ledelsesmæssige skøn derfor indskrænket. Der bør derfor overvejende tages hensyn til at offentliggøre en justering hurtigst muligt.

For så vidt angår langsigtede forventninger og opdateringer af disse er det derimod Finanstilsynets vurdering, at der gælder et bredere råderum for det ledelsesmæssige skøn, fordi udsteders langsigtede forventninger eller ændringer hertil typisk kræver en stillingtagen til udsteders strategiske udvikling og initiativer, hvor bestyrelsen har en ledende rolle. Det ledelsesmæssige råderum kan derfor i disse tilfælde give mulighed for, at bestyrelsen tager stilling til, om ændrede forventninger kan imødekommes ved konkrete undersøgelser eller tiltag. Disse undersøgelser eller tiltag skal iværksættes, indenfor en rimelig tid efter at behovet for en eventuel justering af de langsigtede forventninger er erkendt. Udsteders organisatoriske struktur og processer bør også her understøtte, at offentliggørelse af intern viden sker hurtigst muligt.

Finanstilsynet anerkender, at det efter omstændighederne kan være hensigtsmæssigt for udsteder at lade en komité eller bestyrelsen vurdere, hvorvidt der foreligger intern viden. Det er i den forbindelse væsentligt at understrege, at udstederens organisatoriske struktur bør understøtte, at offentliggørelsen af intern viden sker hurtigst muligt.

4. Forudgående overvejelser

Udstederen bør generelt have overvejet, hvad der hos udstederen kan være intern viden. Det kan ske i form af nogle interne retningslinjer eller en politik, der beskriver de situationer, hvor udstederen har intern viden. I en regnskabsproces kan det være relevant at have opstillet kriterier for, hvad der vil udgøre intern viden. F.eks. hvornår en nedjustering vil udgøre intern viden, eller om intern viden opstår ved en ændring på 5 eller 10 pct. af selskabets indtjening. Udstedere kan også vælge at have en specifik offentliggørelseskomité under direktionen, der består af de samme deltagere fra gang til gang, der vurderer, om der er intern viden og træffer beslutning om offentliggørelse eller udsættelse af offentliggørelsen. Udstederne skal dog være opmærksomme på, at det altid skal sikres, at processen for offentliggørelse af den interne viden håndteres hurtigst muligt.

5. Udsættelse af offentliggørelsen

Intern viden skal som udgangspunkt offentliggøres hurtigst muligt.

En udsteder eller deltager på markedet for emissionskvoter kan på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, under forudsætning af at alle følgende betingelser i artikel 17, stk. 4, i MAR er opfyldt:

- a. Øjeblikkelig offentliggørelse antages at skade legitime interesser for udstederen eller deltageren på markedet for emissionskvoter.
- b. Udsættelse af offentliggørelsen antages ikke at vildlede offentligheden.
- c. Udstederen eller deltageren på markedet for emissionskvoter er i stand til at sikre disse oplysningers fortrolighed.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) har bl.a. udstedt retningslinjer for, hvornår en udsteder kan have en legitim interesse i at udsætte offentliggørelsen, og hvornår en udsteder ikke kan udsætte offentliggørelse, fordi det antages at vildlede offentligheden. Finanstilsynet anvender disse retningslinjer. Retningslinjerne kan findes på Finanstilsynets hjemmeside eller ESMA's hjemmeside.

De situationer, hvor udsættelse af offentliggørelse af intern viden kan forventes at vildlede offentligheden, omfatter ifølge ESMA mindst følgende omstændigheder:

- Den interne viden, som udstederen agter at udsætte offentliggørelse af, er væsentlig forskellig fra udstederens tidligere offentliggjorte meddelelse om den sag, som den interne viden vedrører.
- Den interne viden, som udstederen agter at udsætte offentliggørelse af, vedrører, at udstederens finansielle mål sandsynligvis ikke bliver nået, når sådanne mål tidligere er blevet meddelt offentligt.
- Den interne viden, som udstederen agter at udsætte offentliggørelse af, er i modstrid med markedets forventninger. Det gælder, hvor sådanne forventninger bygger på signaler, som udstederen tidligere har sendt til markedet. Det kan være i form af interviews, roadshow-aktiviteter eller alle andre former for kommunikation, der er tilrettelagt af udstederen eller med dennes godkendelse. Ved vurderingen af ”markedets forventninger” skal udstederen tage hensyn til den overordnede forventning hos investorerne – f.eks. vurderingen blandt finansielle analytikere.

Finanstilsynet mener...

...at en udsteder ikke kan udsætte offentliggørelsen, når en udsættelse kan forventes at vildlede offentligheden, som f.eks. når udstederen ikke kan nå de tidligere offentliggjorte finansielle mål.

Eksempel 1 – Det realiserede helårstal er væsentligt forskelligt fra de allerede udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort forventninger om et årsresultat på 170 mio. kr. I forbindelse med udarbejdelse af årsrapporten får udsteder indikationer, der giver ledelsen grund til at vurdere, at der er reel mulighed for, at udsteder må opjustere sine forventninger væsentligt.

Der er dermed tale om ikkeoffentliggjorte oplysninger. Hvis de øvrige betingelser for intern viden er opfyldt, skal der som udgangspunkt offentliggøres hurtigst muligt. Den generelle udsættelsesad-

gang kan ikke anvendes, da udsættelsen forventes at vildlede offentligheden. Det skyldes, at det realiserede resultat er væsentligt forskelligt fra det udmeldte forventede resultat.

Eksempel 2 – Nye forventninger til helåret afviger fra de allerede udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort forventningerne til en salgsvækst på 8-10 %. I perioden op til aflæggelsen af halvårsrapporten vurderer udstederen, at udstederen nu forventer en salgsvækst på 5-7 % og dermed ikke kan opretholde de offentliggjorte finansielle mål.

Hvis betingelserne for intern viden i øvrigt er opfyldt, er der tale om intern viden, der som udgangspunkt skal offentliggøres hurtigst muligt. Den generelle udsættelsesadgang kan ikke anvendes, da udsættelsen kan forventes at vildlede offentligheden, fordi udsteders finansielle mål ikke nås.

Eksempel 3 – De realiserede tal for helåret afviger fra de allerede udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort forventningerne til en salgsvækst på 8-10 %. I perioden op til aflæggelsen af årsrapporten vurderer udstederen, at den endelige salgsvækst er 5 %, og at man dermed ikke kan opretholde de offentliggjorte finansielle mål.

Hvis betingelserne for intern viden i øvrigt er opfyldt, er der tale om intern viden, der som udgangspunkt skal offentliggøres hurtigst muligt. Den generelle udsættelsesadgang kan ikke anvendes, da udsættelsen kan forventes at vildlede offentligheden, fordi udsteders finansielle mål ikke nås.

Eksempel 4 – Langsigtede forventninger afviger fra allerede udmeldte forventninger

En udsteder har tidligere offentliggjort langsigtede forventninger for de næste fem år til en vækst på 20 %. Efter et år sker der dog væsentlige ændringer i markedet for udsteders produkter, og udsteder vurderer derfor, at vækstmålet ikke kan nås. Bestyrelsen drøfter strategiske tiltag, som gør, at vækstmålet alligevel forventes at kunne nås. Dette er dog ikke muligt, hvorfor udsteder må nedjustere forventningerne til 15 %.

Hvis betingelserne for intern viden i øvrigt er opfyldt, er der tale om intern viden, der som udgangspunkt skal offentliggøres hurtigst muligt. Den generelle udsættelsesadgang kan ikke anvendes, da udsættelsen kan forventes at vildlede offentligheden, fordi udsteders finansielle mål ikke nås.

Finanstilsynet, den 14. juni 2021

JESPER BERG

/ Anne Bruun