



Regler for udstedere af aktier

Nasdaq Copenhagen

03-07-2016

REGLER FOR UDSTEDERE AF AKTIER	1
INDLEDNING	4
1 ALMINDELIGE BESTEMMELSER	5
1.1 REGLERNES ANVENDELSE	5
1.2 IKRAFTTRÆDELSE	5
1.3 ÆNDRING AF REGELSÆT	5
1.4 FORTROLIGHED	5
2 BETINGELSER FOR AKTIERS OPTAGELSE TIL HANDEL	5
2.1 INDLEDNING	5
2.2 PROCESSEN FOR OPTAGELSE TIL HANDEL	6
2.3 GENERELLE BETINGELSER FOR OPTAGELSE TIL HANDEL	8
2.4 UDSTEDERS LEDELSE	12
2.5 CORPORATE GOVERNANCE	15
2.6 DISPENSATION	15
2.7 SEKUNDÆR OPTAGELSE TIL HANDEL	16
2.8 OBSERVATIONSLISTEN	17
2.9 VÆSENTLIGE ÆNDRINGER I UDSTEDERS AKTIVITETER ELLER IDENTITET	17
2.10 SLETNING FRA HANDEL	18
2.11 SPECIFIKKE OPTAGELSES BETINGELSER FOR ACQUISITION COMPANIES	20
3 OPLYSNINGSFORPLIGTELSE FOR UDSTEDERE AF AKTIER	22
3.1 OPLYSNINGSFORPLIGTELSE (GENERALKLAUSUL)	22
3.2 HJEMMESIDE	27
3.3 ANDRE OPLYSNINGSFORPLIGTELSE	28
3.3.1 <i>Introduktion</i>	28
3.3.2 <i>Regnskabsmeddelelser og årsrapporter</i>	28
3.3.3 <i>Tidspunkt for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse og delårsrapporter</i> ..	28
3.3.4 <i>Regnskabsmeddelelsers indhold</i>	29
3.3.5 <i>Revisionspåtegning</i>	29
3.3.6 <i>Forventninger og udsagn om fremtiden</i>	29
3.3.7 <i>Generalforsamlinger</i>	30
3.3.8 <i>Udstedelse af finansielle instrumenter</i>	31
3.3.9 <i>Ændringer i bestyrelse, øvrige ledelse og revision</i>	31
3.3.10 <i>Aktie-baserede aflønningsprogrammer</i>	32
3.3.11 <i>Transaktioner mellem nærtstående parter</i>	33
3.3.12 <i>Væsentlige ændringer i udsteders aktiviteter eller identitet</i>	33
3.3.13 <i>Beslutninger vedrørende optagelse til handel</i>	34
3.3.14 <i>Oplysninger krævet af andre markedspladser</i>	34
3.3.15 <i>Offentliggørelse af oplysninger nødvendigt for at sikre markedets ordentlige funktion</i>	34
3.3.16 <i>Finanskalender</i>	35
3.4 OPLYSNINGER TIL BØRSEN	35
3.4.1 <i>Offentlige købstilbud</i>	35
3.4.2 <i>Oplysninger til brug for overvågning</i>	36
3.4.3 <i>Orientering af børsen</i>	36
4 SÆRLIGE REGLER	37



4.1 ANBEFALINGER FOR GOD SELSKABSLEDDELSE.....	37
5 OVERTRÆDELSE	38

Indledning

Dette regelsæt indeholder de betingelser, som skal opfyldes for, at aktier kan optages til handel på Nasdaq Copenhagen ("børsen"). Reglerne er fastsat af børsen med udgangspunkt i Værdipapirhandelslovens § 21, som foreskriver, at en operatør af et reguleret marked, det vil sige en børs, skal fastsætte klare og gennemsigtige regler for optagelse af værdipapirer til handel på det regulerede marked. Reglerne skal sikre, at værdipapirer, der optages til handel, kan handles på en redelig, velordnet og effektiv måde, når værdipapirerne er frit omsættelige.

Udover noteringsbetingelser indeholder regelsættet bestemmelser, som regulerer udstedernes oplysningsforpligtelser til markedet og børsen. Derudover indeholder regelsættet visse særskilte børsregler, bl.a. Corporate Governance. Disse regler må ses som et supplement til lovgivningens regler.

Reglerne er tilpasset gældende EU-lovgivning, såsom forordningen om markedsmisbrug ("MAR"), transparensdirektivet og direktivet om markeder for finansielle instrumenter.

Reglerne er i al væsentlighed harmoniserede for Nasdaq-børserne i Stockholm, Helsinki, København og Island, dvs. for udstederne på de nordiske markeder. Dette gælder frem for alt betingelser for finansielle instrumenters optagelse til handel og oplysningsforpligtelserne. Harmoniseringen gør det nemmere for investorerne og bidrager til at skabe et fælles nordisk værdipapirmarked med større mulighed for at udstederne får tilgang til risikokapital. Kurserne fremgår i en samlet nordisk kursliste.

Reglerne for udstedere af aktier indeholder indledningsvist bestemmelser om reglernes gyldighed, ikrafttræden, samt fortrolighed. I afsnit 2 findes betingelser for aktiers optagelse til handel, mens de noterede udsteders oplysningsforpligtelser reguleres i afsnit 3. I afsnit 4 findes nogle børsregler, som er specielle for danske udstedere. Regler om overtrædelse findes i afsnit 5.

Selve regelteksten er skrevet med fed skrift. For at fremme anvendelsen af reglerne efterfølges regelteksten for det meste af en vejledende tekst. Den vejledende tekst er ikke bindende for udsteder, men udgør børsens fortolkning af gældende praksis.

Den senest opdaterede version af regelsættet er tilgængelig på børsens hjemmeside www.nasdaqomx.com/listing/europe/rulesregulations/.

1 Almindelige bestemmelser

1.1 Reglernes anvendelse

1.1.1 Reglerne i dette regelsæt omhandlende aktier gælder fra og med den dag, hvor udstederens finansielle instrumenter¹ optages til handel på børsen, eller den dag udstederen søger om optagelse til handel, samt derefter i løbet af den tid udstederens finansielle instrumenter er optaget til handel på børsen.

1.1.2 Har en udsteder i henhold til selskabsloven etableret sig med et tilsynsråd gælder de bestemmelser, som i dette regelsæt er fastsat for udsteders bestyrelse, tilsvarende for udsteders tilsynsråd.

1.2 Ikrafttrædelse

Dette regelsæt træder i kraft den 3. juli 2016. Samtidig ophæves ”Regler for udstedere af aktier” på Nasdaq Copenhagen af 26. november 2015.

1.3 Ændring af regelsæt

Børsen kan foretage ændringer til dette regelsæt. Sådanne ændringer skal træde i kraft tidligst 30 dage efter børsen har offentliggjort ændringerne via børsens hjemmeside. I særlige tilfælde kan børsen beslutte, at ændringerne skal træde i kraft hurtigere, såfremt situationen tilsiger dette.

1.4 Fortrolighed

Børsen og børsens medarbejdere er underlagt tavshedspligt i henhold til lov om værdipapirhandel. Børsens medarbejdere, som uberettiget videregiver eller udnytter fortrolige oplysninger, som de under udøvelsen af deres hverv har fået kendskab til, straffes med bøde i henhold til lov om værdipapirhandel § 96, for så vidt højere straf ikke er forskyldt efter anden lovgivning.

2 Betingelser for aktiers optagelse til handel

2.1 Indledning

2.1.1 Nedenfor beskrives processen, betingelserne samt andre forhold vedrørende optagelse til handel. I dette kapitel betyder betingelser for optagelse til handel de betingelser, som er beskrevet i kapitel 2.3 (Generelle betingelser for optagelse til handel), kapitel 2.4 (Udsteders ledelse), kapitel 2.5 (Corporate Governance) og kapitel 2.11 (Specifikke optagelsesbetingelser for Acquisition Companies).

2.1.2 Betingelserne for optagelse til handel på Nasdaq Helsinki, Stockholm og Copenhagen er harmoniserede.

¹ Finansielle instrumenter betyder et finansielt instrument, som defineret i direktiv 2014/65.

Udstedere, hvis aktier er optaget til handel på børsen, præsenteres på den nordiske liste sammen med udstedere, hvis aktier er optaget til handel på Helsinkibørsen og Stockholmsbørsen. Den nordiske liste er opdelt i tre segmenter på baggrund af usteders markedsværdi (Large Cap, Mid Cap og Small Cap). Derudover inddeles alle udstedere efter en klassificeringsstandard. Oplysninger om bl.a. den børs, hvor aktierne er optaget til handel, samt optagelsens retlige stilling (officiel notering jf. bekendtgørelse om betingelserne for officiel notering af finansielle instrumenter eller optagelse til handel uden officiel notering) vises på den nordiske liste.

Langt de fleste betingelser for optagelse til handel er blevet harmoniseret. Men på grund af særlige krav bl.a. fra national lovgivning eller forskellige myndighedskrav inden for et retssystem, kan der stadig forekomme mindre forskelle i de betingelser for optagelse til handel, som gælder på Nasdaq Helsinki, Stockholm og Copenhagen.

2.1.3 Betingelserne for optagelse til handel gælder fra det tidspunkt, hvor usteders aktier optages til handel samt fortløbende, når aktierne handles på markedet. Uanset denne generelle regel, gælder følgende dele af betingelserne kun på tidspunktet for optagelse til handel:

- ❑ Pkt 2.3.5 Regnskaber og hidtidig beståen
- ❑ Pkt 2.3.6 Rentabilitet og driftskapital
- ❑ Pkt 2.3.8 Aktiernes markedsværdi

2.2 Processen for optagelse til handel

2.2.1 Bestemmelserne i dette afsnit finder alene anvendelse i forbindelse med, at en usteder initialt søger sine aktier optaget til handel (børsintroduktion).

2.2.2 Påbegyndelse af processen

2.2.2.1 Aktier kan optages til handel på børsen, hvis aktierne og usteder opfylder bestemmelserne i disse regler. Aktier, der optages til handel, kan endvidere optages til officiel notering, hvis de opfylder betingelserne, som er beskrevet i bekendtgørelsen om betingelserne for officiel notering af værdipapirer samt opfylder bestemmelserne i disse regler.

Optagelse til officiel notering forudsætter altså optagelse til handel. Bekendtgørelsen om betingelserne for officiel notering af værdipapirer trådte i kraft 1. november 2007. Aktier, der pr. 1. november 2007 allerede var noteret på børsen, blev automatisk også anset for at være optaget til officiel notering efter 1. november 2007.

2.2.2.2 Ved ansøgning om aktiers optagelse til handel på børsen skal der udarbejdes, godkendes og offentliggøres et prospekt. Prospektet skal godkendes af den relevante kompetente myndighed, mens børsen skal tage stilling til, hvorvidt usteder opfylder betingelserne for optagelse til handel – herunder betingelserne for officiel notering.

2.2.3 Informationspolitik

Et eksemplar af udsteders informationspolitik og eventuelle interne regler udarbejdet i overensstemmelse med pkt. 2.4.2 skal være børsen i hænde inden første handelsdag.

2.2.4 Generelle vilkår for optagelse til handel

Udsteder skal acceptere og underskrive Generelle vilkår for optagelse til handel på Nasdaq Copenhagen. De generelle vilkår skal være børsen i hænde inden første handelsdag.

2.2.5 Initiering af proces for optagelse til handel

En udsteder, som overvejer at ansøge om optagelse til handel på børsen kan anmode børsen om at igangsætte en proces for optagelse til handel. Anmodningen skal indeholde information om følgende:

1. baggrund for ønsket om optagelse til handel og eventuelt optagelse til officiel notering;
2. anvendelse af provenu;
3. udsteders aktiekapital/antal aktier (eventuelt fordelt på aktieklasser og med angivelse af forskelle mellem klasserne);
4. udbuddets størrelse fordelt på nye og eksisterende aktier og oplysning om udbudsformen;
5. den eller de finansielle formidlere, der på udsteders vegne forestår udbuddet;

Som bilag til anmodningen skal vedlægges:

1. en konkret, præcis og uddybende redegørelse for, hvorledes udsteder opfylder hver enkelt optagelsesbetingelse i pkt. 2.3, 2.4 og eventuelt betingelserne for officiel notering;
2. udkast til prospekt;
3. udsteders regnskaber for de seneste tre regnskabs år;
4. tidsplan for introduktionens og udbuddets forløb;
5. udsteders senest registrerede vedtægter;
6. tegnings-/salgsblanket;
7. informationspolitik og eventuelle interne regler, jf. pkt. 2.2.3 og 2.4.2, eller udkast hertil, og
8. dokumentation for udsteders registrering i Erhvervsstyrelsen eller anden registreringsmyndighed.

2.2.6 Ansøgning om optagelse til handel

Udsteder skal senere i optagelsesprocessen fremsende en formel ansøgning om optagelse til handel af udsteders aktier på børsen. Ved fremsendelse af den formelle ansøgning forpligter udsteder sig samtidig til at overholde de oplysningsforpligtelser og andre forpligtelser for udstedere af finansielle instrumenter, der er optaget til handel på børsen, som er fastsat i MAR,

lov om værdipapirhandel m.v. og i regler fastsat af den kompetente myndighed og af børsen.

2.2.7 Betaling til børsen

I overensstemmelse med den til enhver tid gældende prisliste for børsen skal udsteder betale følgende:

1. et noteringsbeløb bestående af følgende:
 - a. et fast beløb, som skal betales forud for Initiering af proces for optagelse til handel, jf. pkt 2.2.5, og
 - b. et variabelt beløb, der forfalder til betaling ca. 2 måneder efter første handelsdag,
2. et årligt beløb, der forfalder til betaling ved kalenderårets begyndelse, og
3. et beløb for gennemførelse af Corporate Actions.

2.3 Generelle betingelser for optagelse til handel

2.3.1 Stiftelse

Udsteder skal være retsmæssigt stiftet eller på anden måde gyldigt etableret ifølge gældende retsfor skrifter på stiftelses- eller etableringsstedet.

2.3.2 Gyldighed

Udsteders aktier skal:

- (i) være i overensstemmelse med de retsfor skrifter, der gælder på udsteders stiftelsessted, og
- (ii) have de nødvendige lovmæssige eller andre godkendelser.

2.3.3 Omsættelighed

Aktierne skal være frit omsættelige.

Aktiernes frie omsættelighed er en generel forudsætning for at blive offentligt handlet og noteret på børsen. Hvis udsteders vedtægter indskrænker aktiernes omsættelighed, vil sådanne indskrænkninger typisk anses for at begrænse den frie omsættelighed som defineret i denne paragraf, og andre foranstaltninger med tilsvarende virkning kan føre til lignende fortolkninger.

2.3.4 Hele aktieklassen skal optages til handel

Ansøgningen om optagelse til handel skal omfatte alle udstedte aktier i aktieklassen.

Ansøgningen om optagelse til handel skal omfatte alle de aktier af samme klasse, der allerede er udstedt, herunder aktier udstedt ved en offentlig udstedelse forud for den første handelsdag.

Efterfølgende udstedelser af nye aktier og optagelse til handel af sådanne nye aktier skal ske i overensstemmelse med børsens procedurer samt lovgivningens krav.

2.3.5 Regnskaber og hidtidig beståen

2.3.5.1 Udsteder skal have offentliggjort årsrapport i mindst tre år i overensstemmelse med gældende regnskabslovgivning i udsteders hjemland. Hvis det er relevant, skal regnskaberne omfatte koncernregnskabet for udsteder og alle dets datterselskaber.

2.3.5.2 Derudover skal udsteders og koncernens virksomhedsområde(r) have en tilstrækkelig driftsmæssig historik.

Hovedreglen er, at udsteder skal have komplette årsregnskaber for mindst tre år. Når udsteders driftshistorik er blevet vurderet, vil en udsteder, som har drevet de væsentligste af sine nuværende aktiviteter i tre år, og som er i stand til at fremlægge regnskaber for disse år, normalt anses for at have opfyldt kravet. Vurderingen af regnskaber og driftshistorik omfatter udsteder samt dets datterselskaber. Udsteders løbende udvikling skal indgå i vurderingsgrundlaget. Eftersom en udsteder kan købe eller sælge et eller flere datterselskaber, skal dette naturligvis fremgå af årsregnskabet. Udsteder skal kunne dokumentere sin virksomhed over for børsen og investorerne, således at de kan bedømme virksomhedens udvikling. Pro forma regnskaber (eller andre regnskabsoplysninger, som fremlægges til sammenligning for at forklare ændringer i officielle regnskaber eller mangel på samme) skal fremlægges som beskrevet i prospektet, og sådanne regnskaber fremlægges typisk for et regnskabsår. Børsen kan dog kræve yderligere sammenligningstal for at vurdere om pkt. 2.3.5.2 er opfyldt. Væsentlige ændringer i udsteders virksomhedsområder forud for optagelse til handel eller fx en omvendt overtagelse kan føre til, at kravet i pkt. 2.3.5.2 ikke er opfyldt eller kræve mere detaljerede oplysninger om udsteders virksomhed, før der kan foretages et velbegrunderet skøn af udsteder.

For at blive undtaget fra kravet om at have årsregnskaber for tre år, skal der foreligge tilstrækkelige oplysninger til, at børsen og investorerne kan vurdere virksomhedens udvikling samt danne sig et velbegrunderet skøn over udsteder og dets aktier som en investering. Disse oplysninger kan være bevis på en i øvrigt stabil situation af høj kvalitet, som det kan være tilfældet ved fx frasalg fra selskaber optaget til handel eller hvor en udsteder er blevet dannet ved opkøb eller fusion mellem to eller flere selskaber, som kunne egne sig til optagelse til handel eller andre tilsvarende sager. Ved vurdering af udstedere, som har været drevet i mindre end tre år, lægges der yderligere vægt på de fremlagte oplysninger om udsteders aktiviteter og virksomhedsområder.

2.3.6 Rentabilitet og driftskapital

2.3.6.1 Udsteder skal påvise, at det har dokumenteret indtjeningsevne på koncernniveau.

2.3.6.2 Udstedere, som ikke har dokumenteret indtjeningsevne, kan alternativt påvise, at de har tilstrækkelig driftskapital til rådighed for deres planlagte aktiviteter i mindst tolv måneder efter den første handelsdag.

Denne bestemmelse betyder i princippet, at udsteder skal kunne dokumentere, at dets virksomhed er rentabel. Udsteders regnskaber skal i overensstemmelse hermed vise, at udsteder har givet overskud eller er i stand til at oparbejde et fornuftigt overskud sammenlignet med branchen generelt. En generel regel er, at udsteder skal have udvist et overskud i det seneste regnskabsår. Udstedere, som ikke har regnskabstal fra tidligere år, pålægges strenge krav med hensyn til kvaliteten og omfanget af ikke-finansielle oplysninger anført i prospektet og ansøgningen om optagelse til handel, for at investorer og børsen kan foretage et velbegrunderet skøn af udsteder og dets virksomhedsområde. Det skal som minimum fremgå, hvornår udsteder forventer at give overskud, og hvorledes udsteder agter at finansiere sine aktiviteter indtil det sker.

Udsteder kan anvende forskellige metoder til at påvise tilstedeværelsen af tilstrækkelig driftskapital over for børsen og investorerne. Metoder til at påvise tilstrækkelig driftskapital i de efterfølgende tolv måneder omfatter estimater for pengestrømsopgørelser, planlagte og tilgængelige finansieringsmuligheder, beskrivelser af planlagte aktiviteter og investeringer samt velbegrunderede vurderinger af udsteders fremtidsudsigter. Det er vigtigt at tydeliggøre grundlaget for udsteders velbegrunderede vurdering. På trods af en sådan finansiering anses kravet ikke for opfyldt, hvis udsteders finansielle position af den ene eller anden grund er usædvanlig eller truet, fx hvis en organisationsændring eller tilsvarende frivillig proces har fundet sted.

2.3.7 Likviditet

2.3.7.1 Der skal foreligge betingelser for tilstrækkeligt med bud og udbud, for at en pålidelig kursdannelse kan finde sted.

2.3.7.2 Der skal være en passende spredning af aktierne i offentligheden. Derudover skal udsteder have et passende antal aktionærer.

2.3.7.3 I relation til pkt. 2.3.7.2 anses en passende spredning af aktierne at foreligge, når 25 pct. af aktierne inden for samme klasse er fordelt i offentligheden.

2.3.7.4 Børsen kan acceptere en procentsats lavere end de 25 pct. af aktierne, når markedets normale funktion på grund af et betydeligt antal aktier og deres store spredning i offentligheden er sikret.

En forudsætning for børshandel er, at der er passende udbud og efterspørgsel efter de finansielle instrumenter, som er optaget til handel. Passende udbud og efterspørgsel understøtter pålidelig prisdannelse i forbindelse med handlen. Der er forskellige elementer forbundet med bedømmelsen af disse krav, før optagelse til handel kan finde sted på den nordiske liste. I bedømmelsen indgår faktorer som tidligere handelshistorik.

Som udgangspunkt skal et passende antal aktier fordeles i offentligheden, og der skal være et passende antal aktionærer. Antallet af aktionærer samt en eventuel anvendelse af en likviditetsstiller, er begge faktorer, der indgår i vurderingen af, om der er passende udbud og efterspørgsel, idet et begrænset antal aktier eller aktionærer kan medføre en mindre pålidelig prisdannelse. I denne sammenhæng betyder "offentligheden" en person, som direkte eller indirekte ejer mindre end 10 pct. af udsteders aktier eller stemmerettigheder. Derudover vil alle beholdninger, som

ejes af fysiske eller juridiske personer, som er tæt tilknyttet eller på anden måde må forventes at optræde samordnet med hensyn til udsteder blive lagt sammen ved denne opgørelse.

Beholdninger ejet af medlemmer af udsteders bestyrelse eller direktion samt tæt tilknyttede juridiske personer, såsom pensionsfonde drevet af udsteder, anses ikke for at være ejet af offentligheden.

Aktionærer som har givet tilsagn om ikke at sælge deres aktier i en længerevarende periode (såkaldt lock-up) medregnes i opgørelsen over aktier, som ikke ejes af offentligheden.

Der kan opstå situationer, hvor mere end 25 pct. af aktierne ejes af offentligheden på tidspunktet for optagelse til handel, men hvor fordelingen efterfølgende falder til under denne procentsats. Det bør bemærkes, at reglen om de 25 pct. skal ses som et udtryk for hovedprincippet om, at aktierne skal være spredt på et passende antal investorer. Når en udsteder er optaget til handel, vil børsen således løbende bedømme, om spredningen og likviditeten generelt er passende, og reglen om de 25 pct. vil således være et af mange elementer i en sådan bedømmelse. Et andet element vil være anvendelse af en likviditetsstiller. Dette betyder således også, at en udsteder, som ikke opfylder reglen om de 25 pct., ikke automatisk anses for at bryde reglen.

Hvis forholdene omkring likviditeten afviger markant fra betingelserne for optagelse til handel, mens udsteder er optaget til handel, vil udsteder blive opfordret til at afhjælpe situationen. Børsen kan fx henstille til udsteder, at det laver en aftale med en likviditetsstiller. Hvis handlen i udsteders aktier fortsætter med at være sporadisk, kan overførsel til observationslisten komme på tale. Børsen træffer først en sådan beslutning efter at have diskuteret sagen med det pågældende selskab.

Hvis udsteder overvejer at optage endnu en aktieklasser til handel, baseres børsens vurdering på, om der vil være tilstrækkelig likviditet i aktierne i en sådan klasse. Dette betyder i praksis, at børsen foretager en generel vurdering af forventet handelsinteresse.

Der kan forekomme situationer, hvor aktierne ikke er fuldt fordelt på introduktionstidspunktet, men hvor det er sandsynligt, at en sådan fordeling vil blive opnået fremadrettet. I sådanne situationer kan børsen godkende ansøgningen med henvisning til pkt. 2.6.

2.3.8 Aktiernes kursværdi

Aktierne skal have en forventet samlet kursværdi på mindst EUR 1 mio.

Aktiernes forventede samlede kursværdi beregnes typisk på baggrund af udbudskursen ved introduktionen, men andre metoder kan også anvendes. Dette krav gælder kun forud for en børsintroduktion.

2.3.9 Egnethed

Selvom alle betingelser er opfyldt, kan børsen afslå en ansøgning om optagelse til handel, såfremt den skønner, at optagelsen vil være i modstrid med værdipapirmarkedets og investorerens interesse.

En udsteder, som ansøger om optagelse til handel, kan i særlige tilfælde anses for uegnet til optagelse til handel på trods af, at udsteder opfylder alle betingelserne herfor. Dette kan fx være tilfældet, hvor det vurderes, at optagelse til handel af udsteders aktier vil være til skade for tilliden til værdipapirmarkedet generelt. Hvis en udsteder allerede optaget til handel, på trods af, at det opfylder alle gældende betingelser, anses for at skade tilliden til værdipapirmarkedet generelt på grund af sine aktiviteter eller sin organisation, kan børsen overveje at overføre aktierne til observationslisten eller at slette aktierne fra handlen.

For at bevare offentlighedens tillid til markedet, er det afgørende, at personer med ledelsesansvar hos udsteder, herunder bestyrelsesmedlemmer, ikke har en baggrund, som kan risikere at skade udsteders omdømme og dermed tilliden til værdipapirmarkedet. Det er desuden vigtigt, at udsteder har givet tilstrækkelige oplysninger om disse personers baggrund forud for optagelsen til handel, som en del af den information, der gives i prospektet. Udsteder skal fx nøje overveje, om information vedrørende disse personers straffeattest skal offentliggøres eller ej, og det samme gælder information om involvering i konkurser mv. I ekstreme situationer hvor en person har begået alvorlige forbrydelser, især økonomisk kriminalitet, eller har været involveret i flere konkurser i fortiden, kan dette diskvalificere udsteder fra optagelse til handel, medmindre den pågældende person fritages fra sin stilling i udsteder.

2.4 Udsteders ledelse

2.4.1 Direktionen og bestyrelsen

2.4.1.1 Udsteders bestyrelse skal sammensættes på en sådan måde, at den afspejler den kompetence og erfaring, som kræves for at lede en udsteder, hvis aktier er optaget til handel, og opfylder dets forpligtelser.

2.4.1.2 Direktionen skal have tilstrækkelig kompetence og erfaring i at lede en udsteder, hvis aktier er optaget til handel, og opfylder sådan en udsteders forpligtelser.

Det er en forudsætning for at blive en udsteder, hvis aktier er optaget til handel, at medlemmerne af bestyrelsen samt personer med ledelsesansvar hos udsteder har en tilstrækkelig grad af erfaring og viden om de særlige krav, der stilles til sådanne udstedere. Det er desuden vigtigt, at disse personer forstår de krav og forventninger, der er til sådanne udstedere. Det kræves ikke, at samtlige medlemmer af bestyrelsen skal have en sådan erfaring eller kompetence, men bestyrelsen skal ud fra en overordnet betragtning være tilstrækkelig kvalificeret. Med hensyn til direktionen, skal som minimum den administrerende direktør og økonomidirektøren være kvalificerede på dette område.

Når børsen vurderer de pågældende personers eller bestyrelsens kvalifikationer, tages tidligere erfaring fra stillinger i selskaber, hvis aktier er eller her været optaget til handel på børsen, et andet reguleret marked eller en markedsplads med tilsvarende juridisk status med i overvejelserne. Anden relevant erfaring kan også være kvalificerende.

Det er desuden vigtigt, at direktionen og bestyrelsen kender udsteder og dets virksomhedsområder, og er bekendt med den måde, hvorpå udsteder har struktureret fx de interne kommandoveje,

styring af regnskabsaflæggelse og investor relations samt procedurer for offentliggørelse af løbende og periodiske oplysninger til børsmarkedet. Børsen vil normalt anse medlemmerne af bestyrelsen og direktionen for at være tilstrækkelig bekendte med disse forhold, hvis de har haft deres nuværende stillinger hos udsteder i mindst tre måneder og hvis de har deltaget i udarbejdelsen af mindst en års- eller delårsrapport udsendt af udsteder forud for optagelsen til handel.

Det er desuden vigtigt, at alle medlemmerne af bestyrelsen samt personer i ledende stillinger har en generel indsigt i børsmarkedsreglerne, især de regler der vedrører udsteder og dets optagelse til handel direkte. En sådan indsigt kan opnås ved at deltage i et af de seminarer, som jævnligt afholdes af børsen. Personer som er tilstrækkeligt kvalificerede skal bevise dette over for børsen fx ved at fremvise et CV, en bekræftelse fra en godkendt tredjepart eller andet, som kan tilfredsstille børsen.

Børsen kræver, at den administrerende direktør er ansat af udsteder. Dette krav kan der ses bort fra i en kortere periode, hvis det er behørigt begrundet.

2.4.2 Kapacitet til at formidle oplysninger til markedet

Udsteder skal i god tid før optagelsen til handel etablere og opretholde hensigtsmæssige procedurer, kontroller og systemer, herunder systemer og procedurer for regnskabsaflæggelse, for at kunne opfylde sine oplysningsforpligtelser og give markedet rettidige, pålidelige, nøjagtige og ajourførte oplysninger, som påkrævet af børsen.

Udsteder skal have procedurer, som sikrer rettidig formidling af information til børsmarkedet. Procedurene og forretningsgangene skal være på plads forud for optagelsen til handel, hvilket betyder, at udsteder skal have udarbejdet mindst en delårsrapport med henblik på offentliggørelse i overensstemmelse med de regnskabsregler, som gælder for børsnoterede udstedere, selvom delårsrapporten ikke behøver at have været offentliggjort. Børsen opfordrer ansøgere til at gå et skridt videre og anbefaler, at procedurerne bag formidlingen af information til markedet er blevet anvendt i mindst to kvartaler og er blevet brugt i forbindelse med udarbejdelsen af mindst to delårsrapporter eller en årsrapport og en delårsrapport forud for optagelsen til handel.

Det finansielle system skal struktureres på en sådan måde, at direktionen og bestyrelsen får de oplysninger, som er nødvendige for beslutningstagningen. Dette vil sikre hurtig og hyppig rapportering til direktionen og bestyrelsen, som oftest i form af månedsrapporter. Det finansielle system skal sikre hurtig produktion af pålidelige delårsrapporter og årsrapporter. Udsteder skal desuden have de nødvendige medarbejdere til at analysere materialet, således at de kan kommentere resultatudviklingen i eksterne rapporter på en måde, som er relevant for børsmarkedet. Udsteder må gerne engagere eksterne medarbejdere til at klare dele af den finansielle funktion, hvis det drejer sig om langtidskontrakter, og der er en fornuftig personalekontinuitet. Men udsteder bærer dog altid ansvaret for opfyldelsen af de finansielle funktioner, og det er ikke acceptabelt for en udsteder at lade eksterne medarbejdere stå for væsentlige aspekter af det finansielle område.

For at undgå situationer, hvor direktøren bliver overbebyrdet, skal der være mindst en yderligere person, som kan kommunikere eksternt på vegne af udsteder. Konsulenter kan spille en understøttende rolle i forbindelse med formidling af information og især komme med oplæg til børsin-

formation. Det er dog ikke acceptabelt for en udsteder at lade konsulenter eller eksterne medarbejdere stå for væsentlige dele informationsopgaverne.

For at sikre, at udsteder leverer rettidige, pålidelige, nøjagtige og ajourførte oplysninger til markedet, kræver børsen, at udstederne udarbejder en informationspolitik. En udsteders informationspolitik er et dokument, som hjælper udsteder til hele tiden at levere interne og eksterne oplysninger af høj kvalitet. Informationspolitikken bør formuleres på en sådan måde, at man ikke er afhængig af en enkelt person for at kunne forfølge den, og den bør også udarbejdes således, at den passer til det pågældende selskabs forhold. De oplysninger, der gives til børsmarkedet, skal være korrekte, relevante og pålidelige og skal leveres i overensstemmelse med børsens regler. En udsteders informationspolitik omhandler som regel en række områder såsom, hvem der skal fungere som udsteders talsmand, hvilken type oplysninger, der skal offentliggøres, hvordan og hvornår offentliggørelse skal finde sted samt informationsformidling i krisesituationer. For en udsteder, hvis finansielle instrumenter er optaget til handel, er det desuden særligt vigtigt, at informationspolitikken indeholder et afsnit om børsmarkedets krav om information.

Informationspolitikken skal efter anmodning udleveres til børsen.

Børsen anbefaler desuden, at udsteder udarbejder interne regler for handel med udsteders egne finansielle instrumenter og ledende medarbejders handel med udsteders finansielle instrumenter. Sådanne interne regler bør indeholde regler om handelsvinduer, særligt i forbindelse med udsteders offentliggørelse af finansiell information og ledende medarbejders udnyttelse af incitamentsordninger. Regler om handelsvinduer bør som minimum opfylde kravene i MAR til lukkede handelsvinduer. Udsteder bør dog overveje, om det konkret er relevant med en længere lukkeperiode end det i MAR fastsatte, eller om det eksempelvis er mere relevant for den enkelte udsteder at operere med åbne handelsvinduer. Såfremt udsteder udarbejder interne regler, anbefales det endvidere, at regler om handelsvinduer – uanset om en udsteder arbejder med åbne eller lukkede vinduer, forholder sig til al offentliggørelse af finansiell information (årsrapport, årsregnskabsmeddelelse, halvårsrapport, kvartalsrapport), som den pågældende udsteder offentliggør i overensstemmelse med reglerne i dette regelsæt eller lovgivningen.

De interne regler kan eksempelvis gælde adgangen for personer med ledelsesansvar hos en udsteder til for egen eller tredjemands regning, direkte eller indirekte, at handle med de af udsteder udstedte finansielle instrumenter. De interne regler kan også omfatte øvrige personer, funktioner eller afdelinger, som det måtte skønnes relevant at inkludere. Dette kan eksempelvis omfatte regnskabsfunktionen, Investor Relations-funktioner eller IT-medarbejdere.

Interne regler kan indeholde mulighed for, at perioden, inden for hvilken de personer der er omfattet må handle eller ikke må handle, i særlige tilfælde kan fraviges. Såfremt dette er tilfældet, skal sådanne regler være i overensstemmelse med MAR's regler herom for de personer, der er omfattet af reglerne i MAR. Det anbefales, at udsteder overvejer, om der skal gælde samme undtagelsesadgang for andre personer omfattet af de interne regler.

Såfremt udsteder udarbejder interne regler, anbefaler børsen endvidere, at udsteders ledelse med jævne mellemrum - eksempelvis en gang årligt - revurderer indholdet af de interne regler. Ligeledes anbefales det, at udsteder til stadighed sikrer sig, at berørte personer er bekendt med indholdet af de interne regler.

I det omfang udsteder har udarbejdet interne regler, skal de efter anmodning udleveres til børsen.

For god ordens skyld skal børsen gøre opmærksom på, at det generelle forbud mod at handle på baggrund af intern viden også gælder i de perioder, hvor det i øvrigt er tilladt at handle i overensstemmelse med en udsteders interne regler.

2.5 Corporate Governance

Udsteder skal i overensstemmelse med lokal praksis offentliggøre sin stillingtagen til de corporate governance-regler, som gælder inden for det retssystem, hvor udsteder har hjemsted. Hvis der ikke er opstillet corporate governance-regler i udsteders hjemland, skal udsteder anvende de corporate governance-regler, som gælder på børsen.

For de corporate governance-regler (Anbefalingerne for god Selskabsledelse), som gælder for udstedere optaget til handel på børsen, se også pkt. 4.1.

2.6 Dispensation

Børsen kan godkende en ansøgning om optagelse til handel, selv om udsteder ikke opfylder alle betingelserne, hvis den finder

- (i) at formålet med de pågældende betingelser for optagelse til handel eller lovkrav ikke kompromitteres, eller**
- (ii) at formålet med visse betingelser for optagelse til handel kan opnås på anden måde.**

Formålet med betingelserne for optagelse til handel er at gøre det lettere at opnå tilstrækkelig likviditet og fremme tilliden til udsteder, børsen og børsmarkedet generelt. Disse formål anses normalt for opfyldt, når alle betingelserne for optagelse til handel er opfyldt. Hver enkelt sag skal dog afgøres individuelt. Hvis de samlede omstændigheder giver tilstrækkelig forvisning om, at udsteders situation og dets aktier opfylder ovennævnte formål, kan børsen godkende en ansøgning om optagelse til handel, selv om alle betingelserne for optagelse til handel ikke er opfyldt. Det kan fx være, at aktiernes spredning er under 25 pct., men at antallet af aktier fordelt i offentligheden og antallet af aktionærer er tilstrækkelige til at sikre ordentlig handel samt tilstrækkelig likviditet. I sådanne situationer skal betingelserne indeholde en tilstrækkelig grad af fleksibilitet for ikke at vanskeliggøre optagelse til handel, hvis sådan handel er i udsteders og investorerens bedste interesse. Sådanne afvigelser må ikke være i strid med lov om værdipapirhandel.

Dispensation er kun relevant i forbindelse med optagelse til handel. En udsteder, som er blevet godkendt til optagelse til handel, skal således ikke søge om dispensation, hvis situationen ændrer sig, således at en eller flere af betingelserne for optagelse til handel ikke længere er opfyldt. I sådanne tilfælde vil børsen som regel tage en drøftelse med udsteder for at finde en løsning, hvis det er påkrævet. I tilfælde af store afvigelser fra betingelserne for optagelse til handel kan en sletning komme på tale som sidste udvej.

2.7 Sekundær optagelse til handel

2.7.1 Udstedere, som er stiftet i Danmark, anses for at have deres primære optagelse til handel på børsen. Hvis en udsteder imidlertid kan påvise, at størstedelen af handlen i dets finansielle instrumenter foregår på en udenlandsk børs, kan børsen godkende, at den pågældende udenlandske børs er det primære handelssted.

2.7.2 Selskaber som er stiftet i andre lande end Danmark kan anses for at have deres primære handelssted i det land, hvor de er stiftet, hvis sådanne udstedere er optaget til handel på en børs i det pågældende land og størstedelen af handlen i aktierne kan henføres til denne børs. Hvis et udenlandsk selskab ikke er optaget til handel på en børs i stiftelseslandet, kan udsteder anses for at have sin primære optagelse til handel på den anerkendte udenlandske børs, som den anses for at have den tætteste forbindelse til, når man tager handelsinteresse i aktierne på den pågældende børs i betragtning sammenlignet med andre relevante børser.

2.7.3 Med forbehold for børsens godkendelse i henhold til pkt. 2.7.1 og 2.7.2 kan en udsteder med primær optagelse til handel på en udenlandsk børs ansøge om sekundær optagelse til handel, og børsen kan i sådanne tilfælde se bort fra en eller flere af betingelserne for optagelse til handel anført i pkt. 2.3 og 2.4.

Udstedere med primær optagelse til handel på et reguleret marked eller et tilsvarende marked, der drives af Nasdaq, Deutsche Börse, London Stock Exchange, NYSE Euronext, Oslo Børs, Hong Kong Exchanges and Clearing, Australian Securities Exchange, Singapore Exchange, Borsa Istanbul eller Toronto Stock Exchange kan få dispensation fra visse dele af "Processen for optagelse til handel" anført i pkt. 2.2.

I forbindelse med sekundær optagelse til handel, vil børsen normalt anmode om en erklæring fra det regulerede marked, hvor udsteder har sin primære optagelse til handel. Formålet med dette er at verificere, at udsteder i al væsentlighed har opfyldt betingelserne for optagelse til handel på det primære marked.

2.7.4 Når udsteder ansøger om en sekundær optagelse til handel på børsen, skal det overfor børsen sandsynliggøres, at der vil være tilstrækkelig likviditet, som kan sikre redelig handel og en effektiv prisdannelse.

Børsen vil normalt anerkende betingelserne for optagelse til handel fra en anden anerkendt børs eller et tilsvarende reguleret marked, hvis udsteder har sin primære optagelse til handel på en sådan børs. Børsen kan acceptere en sekundær optagelse til handel af en udsteder, der har sin primære optagelse til handel på et sådant marked i overensstemmelse med ovenstående betingelser.

Det er dog også i tilfælde af en sekundær optagelse til handel af afgørende betydning, at der er tilstrækkelig likviditet til at sikre redelig handel og en effektiv prisdannelse. Børsen vil vurdere prognoserne for tilstrækkelig likviditet på baggrund af en samlet betragtning af spredning af udsteders aktier, ikke blot på hjemmemarkedet, men også i et nordisk, europæisk og endog globalt perspektiv. Med i sin betragtning vil børsen tage faktorer såsom (i) aktiernes spredning på det

ationale marked, og (ii) effektiviteten af relevante clearing- og afviklingssystemer på tværs af grænser. Hvis børsen finder det nødvendigt efter omstændighederne, kan den kræve, at udsteder anvender en likviditetsstiller til at sikre tilstrækkelig likviditet.

Børsen kan til enhver tid beslutte, at optagelsen til handel på børsen skal anses for at være en primær optagelse til handel, hvis omstændighederne skulle ændre sig. Børsen kan fx iværksætte en sådan ændring, hvis det viser sig, at forudsætningerne for en sekundær optagelse til handel, som beskrevet ovenfor, ikke længere er til stede.

2.8 Observationslisten

Børsen kan beslutte at overføre en udsteders aktier eller andre finansielle instrumenter til observationslisten hvis

- (i) **udsteder ikke længere opfylder betingelserne for optagelse til handel og den manglende opfyldelse anses for at være væsentlig;**
- (ii) **et alvorligt brud på andre børsregler for udstedere optaget til handel er forestående;**
- (iii) **udsteder har anmodet om sletning fra optagelse til handel;**
- (iv) **der er afgivet et offentligt tilbud på udsteder eller en tilbudsgiver har annonceret sin hensigt om at fremsætte et tilbud på udsteder;**
- (v) **udsteder er gjort til genstand for en omvendt overtagelse eller på anden måde planlægger at foretage eller er gjort til genstand for omfattende ændringer i sine aktiviteter eller organisation, således at udsteder ud fra en overordnet betragtning fremstår som et fuldstændigt nyt selskab;**
- (vi) **der hersker en væsentlig skadelig usikkerhed om udsteders finansielle situation, eller**
- (vii) **andre omstændigheder gør, at der hersker væsentlig usikkerhed om udsteder eller kursdannelsen.**

En udsteders aktier eller andre finansielle instrumenter kan, som et signal til børsmarkedet, midlertidigt placeres på observationslisten. Formålet med observationslisten er at sende et signal til markedet om, at der er særlige omstændigheder forbundet med udsteder eller dets finansielle instrumenter, og at investorerne bør være opmærksomme herpå. Årsagerne til at et finansielt instrument placeres på observationslisten varierer meget i de forskellige situationer, som det kan ses ud fra de forskellige bevæggrunde. En udsteder bør kun være placeret på observationslisten i en kortere periode, normalt ikke mere end seks måneder.

2.9 Væsentlige ændringer i udsteders aktiviteter eller identitet

Såfremt der sker væsentlige ændringer hos en udsteder eller i de af udsteder udøvede aktiviteter, som reelt medfører, at udsteder kan anses for at være en ny virksomhed, kan bør-

sen iværksætte procedurer, som er sammenlignelige med procedurer, der gælder for nye udstedere, der ansøger børsen om optagelse til handel.

Vurderingen af, om udsteder kan anses for at udgøre en ny virksomhed, foretages på et overordnet plan.

I vurderingen af, om der er sket en ændring i udsteders identitet, vil følgende normalt indgå:

- (i) ejerforhold, ledelse eller aktiver ændres;
- (ii) en udsteders eksisterende forretning sælges og i den forbindelse opkøbes en ny forretning;
- (iii) det købte selskabs omsætning eller aktiver overstiger udsteders omsætning eller aktiver;
- (iv) det købte selskabs markedsværdi overstiger udsteders markedsværdi, eller det betalte vederlag, fx værdien af de ny-udstedte finansielle instrumenter, overstiger udsteders markedsværdi;
- (v) kontrollen med udsteder overføres på grund af en transaktion; og
- (vi) flertallet af bestyrelsen eller direktionen udskiftes som følge af en transaktion.

Såfremt alle eller flertallet af ovennævnte punkter er opfyldt, anses en identitetsændring for at have fundet sted. Tilstedeværelsen af kun et eller to af disse punkter anses ikke for at være tilstrækkeligt til at behandle udsteder som en ny virksomhed.

I forbindelse med en forestående ændring af udsteders identitet, er det vigtigt, at børsen kontaktes på forhånd således at udsteders fortsatte optagelse til handel, kan behandles effektivt. Udsteders oplysningsforpligtelser i forbindelse med ændring af identitet fremgår bl.a. af dette regelsæts pkt. 3.3.12.

2.10 Sletning fra handel

Børsen kan i overensstemmelse med § 25 i lov om værdipapirhandel m.v. træffe afgørelse om sletning fra handel.

Ifølge ovennævnte bestemmelse kan børsen bestemme, at et værdipapir skal slettes fra handlen, såfremt værdipapiret ikke længere opfylder markedets regler. Sletningen må dog ikke foretages, hvis der er sandsynlighed for, at dette vil være til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

I henhold til denne bestemmelse er det op til børsen at vurdere, om værdipapiret ikke længere opfylder markedets regler, og om en sletning vil være til væsentlig skade for investorernes interesser og markedets ordentlige funktion. Tvungen sletning er et redskab, som kun anvendes i ekstreme situationer. Sager, som er endt med tvungen sletning, er derfor sjældne. Tvungen sletning sker i situationer, hvor børsen finder, at markedets interesse i en sletning vægter højere end

hensynet til de investorer, som har investeret i værdipapiret. Selv i sådanne situationer vil der kun blive truffet beslutning om sletning fra handel, såfremt alle andre alternative løsninger på problemet er udtømte.

I situationer, hvor der sker markante ændringer i et aktieselskab, jf. pkt. 3.3.12, herunder markante ændringer i ejerskab, kapitalgrundlag, udsteders aktiviteter eller udsteders ledelse, navn, mv., således at børsen ud fra en overordnet betragtning anser udsteder for at være et helt nyt selskab, skal børsen tage stilling til, om udsteders aktier fortsat kan være optaget til handel, eller om der skal træffes beslutning om sletning fra handel.

Hvis en udsteder anmoder om sletning, skal denne anmodning, ifølge værdipapirhandelsloven, tages til følge, medmindre børsen på baggrund af en vurdering af udsteders tilstand og særlige situation finder, at sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion.

Når børsen tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for investorernes interesser, vurderes det bl.a., om hensynet til minoritetsinteresserne er blevet tilstrækkeligt varetaget, eller om sletning vil give visse aktionærer urimelige fordele frem for andre aktionærer eller udsteder. Forslaget om sletning skal fremsættes som et separat punkt på dagsordenen på en generalforsamling, og børsen lægger i sin vurdering bl.a. vægt på aktionærdeltagelsen og på eventuelle indsigelser fra aktionærene. En generalforsamlingsbeslutning om at slette udsteder fra handel på børsen begrundes derfor ikke i sig selv en sletning.

Når børsen tager stilling til, om sletning er til væsentlig skade for markedets ordentlige funktion, kontrolleres det bl.a. hvor mange cirkulerende aktier og aktionærer, der er i det pågældende selskab.

I situationer, hvor børsen finder, at der er sandsynlighed for, at sletning vil være til skade for investorernes interesser eller markedets ordentlige funktion, men hvor børsen vurderer, at denne skade kan afhjælpes, kan børsen fastsætte betingelser for sletning. Hensigten hermed er, at skaden for investorerne eller markedets ordentlige funktion, efter opfyldelsen af disse betingelser, ikke er så væsentlig, at en anmodning om sletning ikke kan imødekommes. Børsen vil normalt kræve, at udsteder sikrer, at aktionærene kan afhænde deres aktier, indtil udsteder bliver slettet fra handlen på børsen. Aktionærer vil således have mulighed for at afhænde deres aktier med den viden, at udsteder efterfølgende bliver slettet fra børsen.

Ifølge værdipapirhandelsloven har en udsteder, hvis aktier er optaget til handel, ret til at få et værdipapir slettet fra handlen på børsen, såfremt værdipapiret i forbindelse hermed optages eller er optaget til handel på et andet reguleret marked.

I situationer, hvor der sikres fuldt ejerskab af en udsteder som følge af en tvangsindløsning, sletter børsen udsteder uden videre.

2.11 Specifikke optagelsesbetingelser for Acquisition Companies

2.11.1 Et Acquisition Company er et selskab, hvis forretningsplan er at gennemføre én eller flere opkøb inden for en given tidsperiode. Reglerne vedrørende Regnskaber og hidtidig beståen, Driftsmæssig historik og Rentabilitet og driftskapital i pkt. 2.3.5 og 2.3.6 gælder ikke for Acquisition Companies.

2.11.2 Udsteder skal på en spærret konto deponere minimum 90 % af det provenu, som via emissionen eller på andet vis tilføres udsteder med henblik på opkøb.

2.11.3 Indenfor 36 måneder efter offentliggørelse af prospektet, eller en kortere periode som udsteder har angivet i prospektet, skal udsteder have gennemført ét eller flere opkøb til en samlet markedsværdi på minimum 80 % af den kapital, som er deponeret på den spærrede konto på tidspunktet for indgåelse af aftale om det første opkøb, med fradrag af udgifter til rådgivere i forbindelse med emissionen og skyld skat.

2.11.4 Indtil udsteder har opfyldt pkt. 2.11.3, skal alle opkøb godkendes af et flertal af bestyrelsesmedlemmerne, som er uafhængige af udsteder (jf. anbefalinger for god selskabsledelse).

2.11.5 Indtil udsteder har opfyldt betingelsen i pkt. 2.11.3, skal alle opkøb godkendes af et simpelt flertal af stemmerne på den generalforsamling, hvor opkøbet behandles.

2.11.6 Indtil udsteder opfylder betingelserne i pkt. 2.11.3, skal udsteder, hurtigst muligt og inden offentliggørelse, underrette børsen om et hvert forslag til virksomhedsopkøb

2.11.7 Indtil udsteder har opfyldt betingelserne i pkt. 2.11.3, skal udsteders vedtægter give aktionærer, som stemmer imod et opkøb på en generalforsamling, ret til at indløse deres aktier til en pro rata andel af den, på dette tidspunkt deponerede kapital med fradrag af skyldig skat og udsteders omkostninger ved opkøbet og forudsat, at dette er i overensstemmelse med national lovgivning og, at opkøbet godkendes og gennemføres. Udsteder kan fastsætte en grænse, dog ikke under 10 % af udsteders samlede aktiekapital, som kan indløses. Denne ret til at indløse gælder ikke for:

- a) udsteders bestyrelsesmedlemmer
- b) udsteders ledelse
- c) udsteders stiftere
- d) en ægtefælle eller en sammenlever til en person som henvist til i stykke a-c
- e) en person som én af personerne nævnt i stykke a-c er væрге for, eller
- f) en juridisk person over hvilken enhver i stykke a-e nævnt person, alene eller sammen med enhver anden person refereret til heri, udøver kontrollerende indflydelse.

Indkaldelsen til generalforsamlingen skal indeholde oplysninger om aktionærernes ret til indløsning.

2.11.8 Når udsteder har opfyldt betingelserne i pkt. 2.11.3 og dermed ikke længere betragtes som et Acquisition Company, skal udsteder overfor børsen dokumentere at opfylde relevante dele af de generelle betingelser for optagelse til handel. Såfremt udsteder ikke opfylder betingelserne for optagelse til handel, kan børsen beslutte at slette udsteders finansielle instrumenter fra optagelse til handel i overensstemmelse med pkt. 2.10.

3 Oplysningsforpligtelser for udstedere af aktier

3.1 Oplysningsforpligtelser (Generalklausul)

En udsteder skal offentliggøre intern viden i overensstemmelse med artikel 17 i MAR².

Børsens vejledning vedrørende fortolkning af MAR

Artikel 17 i MAR finder anvendelse for udstederes oplysningsforpligtelser af intern viden. Definitionen af ”intern viden” følger fra artikel 7 i MAR. I henhold til artikel 17 i MAR kan en udsteder på eget ansvar udsætte offentliggørelsen af intern viden, hvis alle betingelser i MAR er opfyldt³.

Denne kommentar til reglen i pkt. 3.1 udgør en vejledning om visse forhold og begivenheder, som i henhold til børsens fortolkning kan udgøre intern viden som defineret i MAR. Formålet med vejledningen er at lette udstederens overholdelse af MAR og formidle børsens fortolkning af udstederens oplysningsforpligtelser i henhold til MAR. Udstederens forpligtelse til at offentliggøre intern viden fremgår af MAR, inklusiv ESMA guidelines og anden lovgivning til implementering, og det er ikke hensigten, at vejledningen til reglen i dette pkt. 3.1 skal pålægge yderligere forpligtelser til at offentliggøre intern viden end udstederens forpligtelser i henhold til MAR.

Offentliggørelse af intern viden

En udsteder skal sikre, at alle markedsdeltagere har lige adgang til intern viden, og Udstederen bør derfor sikre, at den interne viden behandles strengt fortroligt, og at ingen tredjemand får adgang til den interne viden før offentliggørelsen. Intern viden må således ikke videregives til analytikere og journalister eller andre, hverken individuelt eller i grupper, uden at den interne viden samtidig offentliggøres i markedet.

I visse situationer hvor videregivelse af intern viden sker som led i den videregivende parts normale beskæftigelse, erhverv eller funktion, og hvor den modtagende tredjemand er pålagt tavshedspligt, kan det dog være muligt at videregive intern viden før offentliggørelsen. Dette kan eksempelvis vedrøre information til storaktionærer eller kommende aktionærer i forbindelse med en analyse forud for en planlagt ny aktieudstedelse, til rådgivere beskæftiget af udsteder i forhold til udarbejdelse af prospekt forud for en planlagt aktieudstedelse eller anden større transaktion til påtænkte budgivere eller målvirksomheder i forbindelse med forhandlinger om et overtagelsestilbud eller til rating-bureauer forud for kreditvurderinger eller til långivere forud for væsentlige kreditbeslutninger.⁴

En udsteder kan ikke undgå dets oplysningsforpligtelse ved at indgå aftale med en modtagende part om at konkret information, eller dele af den konkrete information, ikke må videregives.

² Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 596/2014 af 16. april 2014 om markedsmissbrug.

³ For yderligere information herom henvises til ESMA's regulatory technical standards (”RTS”).

⁴ For yderligere information om ”market soundings” henvises til MAR.

Afgørelsen af, hvad der udgør intern viden, beror på de konkrete omstændigheder, og hvis der opstår tvivl, kan udsteder kontakte børsen og få vejledning. Børsens medarbejdere har tavshedspligt. Udsteder er dog i sidste instans ansvarlig for opfyldelsen af oplysningsforpligtelserne i henhold til MAR og dette regelsæt.

Hvorvidt et forhold kan udgøre intern viden, beror bl.a. på:

- det forventede omfang af beslutningen, forholdet eller omstændighederne sammenholdt med udsteders samlede aktiviteter;
- oplysningens relevans for de bestemmende faktorer for kursen på udsteders finansielle instrumenter; og
- alle andre markedsvariabler, som kan påvirke kursen på de finansielle instrumenter.

Opmærksomheden henledes endvidere på reguleringen i MAR⁵ hvorefter et midlertidigt skridt i en langstrakt proces kan udgøre intern viden.

Såfremt udsteder har fået oplysningerne fra en ekstern part, kan kildens pålidelighed også tages i betragtning.

Det har også betydning, hvorvidt tilsvarende oplysninger tidligere har haft en mærkbar betydning for kursdannelsen, eller om udsteder selv har behandlet tilsvarende omstændigheder som intern viden. Dette forhindrer naturligvis ikke udstederene i at ændre deres oplysningspolitik, men inkonsekvent behandling af oplysninger skal undgås.

Udstederen skal som udgangspunkt offentliggøre oplysninger, som hvis disse blev offentliggjort, ville kunne få en væsentlig indvirkning på prisdannelsen på udstederens finansielle instrumenter. Det kræves ikke, at der faktisk sker ændringer i kursen på de finansielle instrumenter. Hvad der kan antages at have betydning for kursen på en udsteders finansielle instrumenter, kan variere og bør bestemmes i forhold til hvert enkelt selskab, hvor man bl.a. tager den historiske kursudvikling, den relevante branche og de aktuelle markedsforhold i betragtning. Oplysningspligten kan bl.a. omfatte følgende:

- ordrer eller investeringsbeslutninger;
- samarbejdsaftaler eller andre kontrakter;
- virksomhedsopkøb og frasalg;
- kurs- eller valutakursændringer;
- kredit- eller kundetab;
- nye joint ventures;
- forskningsresultater, udvikling af nye produkter eller vigtige opfindelser;
- indledning af eller forlig i eller afgørelse af væsentlige retstvister;
- økonomiske vanskeligheder;
- beslutninger truffet af offentlige myndigheder eller domstole;
- aktionæroverenskomster, som udsteder er bekendt med, der kan have indflydelse på anvendelse af stemmerettigheder eller aktiernes omsættelighed;

⁵ MAR art. 7, stk. 3.

- rygter i markedet og lækager;
- market maker-aftaler;
- oplysninger om datterselskaber og associerede selskaber;
- væsentlig ændring i resultatet eller den økonomiske stilling, og
- ændring i udsteders identitet, jf. pkt. 3.3.12.

Nogle af eksemplerne beskrives nærmere nedenfor.

Ordre, investeringsbeslutninger og samarbejdsaftaler

Når en udsteder offentliggør oplysninger om en ordre, kan det være vigtigt, at der gives oplysninger om værdien af en sådan ordre, herunder hvilket produkt, det drejer sig om, og tidshorisonten for ordren. Ordre vedrørende nye produkter, nye anvendelsesmuligheder, nye kunder eller kundetyper og nye markeder må i visse tilfælde antages at udgøre intern viden. Med hensyn til samarbejdsaftaler kan det være vanskeligt at opgøre de økonomiske konsekvenser, og det er derfor vigtigt, at værdipapirmarkedet får en klar beskrivelse af årsager, formål og planer.

Køb og salg af virksomheder eller aktiviteter

Hvis en udsteder offentliggør intern viden vedrørende et køb eller salg af en virksomhed eller aktiviteter, skal meddelelsen som udgangspunkt indeholde oplysninger om:

- købspris, medmindre særlige forhold gør sig gældende;
- betalingsform;
- relevante oplysninger om den købte eller solgte selskab eller aktivitet;
- årsagerne til transaktionen;
- forventede konsekvenser for udsteders drift;
- tidsplanen for transaktionen;
- hovedvilkårene eller betingelserne, der gælder for transaktionen.

Det købte selskabs eller aktiviteternes væsentligste forretningsområde(r), resultatmæssige historik og økonomiske stilling skal beskrives.

I forbindelse med virksomhedsoverdragelser er der behov for et højt oplysningsniveau. Markedsdeltagerne skal på baggrund af de offentliggjorte oplysninger, kunne vurdere den økonomiske betydning af købet eller salget samt konsekvenserne for udsteders drift og betydningen for kursen på udsteders finansielle instrumenter. For at kunne foretage en sådan vurdering kræves normalt kendskab til den økonomiske betydning af købet eller salget samt konsekvenserne for udsteders drift.

Udsteder skal offentliggøre prisen i forbindelse med køb eller salg af en virksomhed, idet prisen sædvanligvis udgør et hovedelement i en vurdering af betydningen af transaktionen. I sjældne tilfælde er det dog muligt at undlade at oplyse prisen på en købt eller solgt virksomhed. Det kan fx være tilfældet, hvis prisen er uvæsentlig for vurderingen af udsteder eller udsteders finansielle instrumenter optaget til handel. Et andet eksempel kunne være, når offentliggørelsen er sket, før den endelige prisforhandling har fundet sted. I en sådan situation er det umuligt at oplyse prisen, men når den endelige pris er aftalt, skal alle relevante oplysninger herom offentliggøres. Det er ikke usædvanligt, at prisen afhænger af den opkøbte virksomheds fremtidige resultat. I så fald

skal udsteder offentliggøre den samlede skønsmæssige købspris med det samme og eventuelt efterfølgende regulere tallet i en meddelelse.

Forskellige transaktioner kan anses for at udgøre intern viden, og der kan være forskellige måder at vurdere transaktionerne på afhængig af deres strategiske relevans. Vurderingen heraf kan inkludere indvirkningen på resultatopgørelsen eller balancen som følge af sammenlægningen af aktiviteter eller, alternativt, effekten af salget.

I forbindelse med køb af aktiviteter, hvor den opkøbte aktivitet ikke udgør en uafhængig forretningsenhed, kan det være særligt vigtigt at give oplysninger om købsprisen, hvilken type aktiviteter, der er blevet købt, aktiver og passiver inkluderet i købet, antallet af medarbejdere, der overflyttes mv.

Økonomiske vanskeligheder

I situationer hvor en udsteder oplever økonomiske vanskeligheder såsom en likviditetskrise eller en betalingsstandsning, kan der opstå udfordringer i forhold til overholdelse af udsteders oplysningsforpligtelser. Eksempelvis kan udstederen være i en situation, hvor væsentlige beslutninger skal træffes af andre, fx långivere eller hovedaktionærer.

Dette fritager ikke udsteder fra dets oplysningsforpligtelser. Udsteder skal således løbende holde sig informeret om udviklingen gennem kontakt til långiverne, hovedaktionærerne mv. På baggrund af disse oplysninger træffes hensigtsmæssige foranstaltninger til offentliggørelse.

Låneaftaler indeholder ofte forskellige grænser for soliditetsgrad, omsætning, kreditvurdering eller lignende (såkaldte covenants klausuler), og hvis disse grænser overskrides, kan långiveren kræve, at lånet skal tilbagebetales eller genforhandles. Overskridelse af sådanne grænser kan udgøre intern viden.

Beslutninger truffet af offentlige myndigheder

Selv om det kan være vanskeligt for udsteder at kontrollere processer, hvor beslutninger vedrørende udstederen træffes af myndigheder eller domstole, er det stadig udsteders ansvar hurtigst muligt at give oplysninger vedrørende sådanne beslutninger til værdipapirmarkedet, hvis en sådan beslutning udgør intern viden. Oplysningerne bør være tilstrækkelige og relevante for markedet, således at der kan foretages en vurdering af betydningen for udsteder og udsteders resultat eller økonomiske stilling, og omfanget af den nødvendige information kan derfor variere.

Hvis det ikke er muligt for udsteder at give en vurdering af konsekvenserne af beslutninger truffet af myndigheder eller domstole, kan udsteder indledningsvis offentliggøre en meddelelse om beslutningen. Så snart udsteder har foretaget en vurdering af eventuelle konsekvenser af beslutningen, skal udsteder offentliggøre en ny meddelelse om disse konsekvenser.

Oplysninger om datterselskaber og associerede selskaber

Beslutninger, forhold og omstændigheder vedrørende koncernen eller individuelle datterselskaber, og i visse tilfælde også associerede selskaber, kan være intern viden. Vurderingen påvirkes naturligvis af koncernens juridiske struktur og forretningsmæssige struktur samt andre forhold.

Der kan opstå situationer, hvor et associeret selskab selvstændigt offentliggør oplysninger vedrørende egen drift, uanset om det associerede selskab er underlagt en selvstændig oplysningsforpligtelse. I sådanne situationer skal (moder)selskabet, der er optaget til handel, selvstændigt vurdere om oplysningerne udgør intern viden.

Hvis datterselskabet er optaget til handel, kan omstændigheder i datterselskabet udgøre intern viden i forhold til moderselskabets finansielle instrumenter optaget til handel.

Væsentlig ændring i resultatet eller den økonomiske stilling

En væsentlig ændring i udsteders resultat eller økonomiske stilling, som afviger fra, hvad der med rimelighed kan forventes på baggrund af tidligere, af udsteder offentliggjort finansiel information, kan udgøre intern viden.

Når en udsteder skal afgøre, om en ændring til tidligere udmeldte forventninger er så væsentlig, at der skal offentliggøres en meddelelse, skal udsteder vurdere afvigelsen på baggrund af det seneste kendte regnskabsmæssige resultat og prognoser. Ved afgørelsen af om udsteder skal lave en offentliggørelse, bør udsteder tage resultatudsigterne og offentligt kendte ændringer i de økonomiske forudsætninger for resten af regnskabsperioden i betragtning. Forhold, der kan påvirke sådanne udsigter, omfatter ændringer i udsteders forretningsmæssige omgivelser og sæsonbestemte påvirkninger i udsteders forretningsområde(r). Udsteder skal også være opmærksom på oplysninger, som udsteder har offentliggjort om eksterne faktoreres indvirkning på udsteder, fx følsomhedsanalyse vedrørende råvarepriser eller i relation til en bestemt markedsudvikling. Markedets forventninger, herunder analytikerens skøn, er ikke afgørende for en sådan vurdering; det er derimod de oplysninger, som udsteder selv har offentliggjort, samt de konklusioner, der kan drages ud fra disse oplysninger.

Udsteder kan også beslutte at offentliggøre den færdige finansielle rapport/opgørelse forud for det planlagte tidspunkt, hvor det er muligt.

Væsentlige ændringer i udsteders aktiviteter

Hvis en udsteder, eller en udsteders forretningsområde, over en kort periode gennemgår væsentlige ændringer i en sådan grad, at udstederen fremstår som en helt ny virksomhed, kan oplysninger om ændringen udgøre intern viden. Når en udsteder offentliggør en sådan ændring af identitet, skal offentliggørelsen beskrive konsekvenserne heraf, jf. pkt. 3.3.12.

Tidspunkt for offentliggørelse og metodik

En udsteder skal informere offentligheden hurtigst muligt om intern viden, der direkte vedrører udstederen. Udstederen skal sikre, at den interne viden offentliggøres på en måde, der giver offentligheden hurtig adgang og mulighed for komplet, korrekt og rettidig vurdering af oplysningerne. Udstederen må ikke kombinere videregivelse af intern viden til offentligheden med markedsføring af sine aktiviteter.

Oplysninger fra udsteder skal afspejle udsteders aktuelle situation og må ikke være vildledende eller unøjagtige. Oplysningerne bør indeholde tilstrækkelig information til at kunne vurdere oplysningerne samt disses betydning for prisen på udsteders finansielle instrumenter. Udeladelse af oplysninger kan gøre meddelelsen unøjagtig og vildledende.

De vigtigste oplysninger i en meddelelse bør præsenteres i begyndelsen af meddelelsen. Hver meddelelse fra udsteder skal have en overskrift, som angiver indholdet af meddelelsen.

Det er ikke muligt at videregive intern viden på fx generalforsamlinger eller analytikermøder, uden at sådanne oplysninger samtidig hermed offentliggøres. Såfremt udsteder planlægger at give sådanne oplysninger på sådan et møde, skal udsteder senest samtidig hermed offentliggøre den interne viden.

Ændringer og korrektion af tidligere offentliggjorte oplysninger

Når en udsteder offentliggør væsentlige ændringer til allerede offentliggjorte oplysninger, skal sådanne ændringer offentliggøres gennem de samme distributionskanaler som tidligere. Korrektion af fejl i udsteders tidligere offentliggjorte oplysninger skal, efter fejlen er opdaget, hurtigst muligt offentliggøres, undtagen hvis fejlen er uvæsentlig. Hvis der er ændringer til oplysninger i en regnskabsmeddelelse eller en årsrapport, er det normalt ikke nødvendigt at gentage hele regnskabsmeddelelsen eller årsrapporten, men ændringerne kan offentliggøres i en meddelelse, som distribueres på samme måde som regnskabsmeddelelsen eller årsrapporten blev distribueret.

3.2 Hjemmeside

En udsteder skal have sin egen hjemmeside, hvorpå oplysninger offentliggjort af udsteder på baggrund af oplysningsforpligtelserne skal være tilgængelige i fem år.

Regnskabsmeddelelser skal dog være tilgængelige i mindst ti år fra offentliggørelsestidspunktet.

Oplysningerne skal være tilgængelige på hjemmesiden hurtigst muligt efter, at de er offentliggjort.

En udsteder hjemmehørende udenfor EØS skal på dets hjemmeside offentliggøre en generel beskrivelse af de væsentligste forskelle i minoritetsaktionærrettigheder mellem det land udsteder er hjemmehørende i og Danmark. Denne beskrivelse skal opdateres, når det er nødvendigt.

Udsteder skal have sin egen hjemmeside for at sikre, at information om udsteder er til rådighed for markedet.

Kravet gælder fra tidspunktet for ansøgningen om optagelse til handel. Kravet gælder også for årsrapporter og prospekter, hvor det er muligt.

Med henblik på at øge gennemsigtigheden omkring minoritetsaktionærers rettigheder i relation til udstedere optaget til handel skal en udsteder hjemmehørende udenfor EØS, på dets hjemmeside, offentliggøre en generel beskrivelse af de væsentligste forskelle i minoritetsaktionærrettigheder mellem det land, som udsteder er hjemmehørende i og Danmark. En sådan beskrivelse kan for eksempel beskrive de rettigheder og forpligtelser, som minoritetsaktionærer har i forhold til (i) generalforsamlingen; (ii) udnævnelse og afskedigelse af bestyrelsesmedlemmer; (iii) fortegningsrettigheder i relation til aktieudstedelser; (iv) tvangsindløsning af aktier; (v) granskning; (vi) overtagelsestilbudsregler, og (vii) fusioner og lignende transaktioner.

3.3 Andre oplysningsforpligtelser

3.3.1 Introduktion

Dette pkt. 3.3 indeholder yderligere oplysningsforpligtelser, der går videre end kravene i artikel 17 i MAR. Det betyder, at oplysninger anført i dette pkt. 3.3 altid skal offentliggøres, uanset om den konkrete oplysning udgør intern viden i henhold til MAR. Oplysninger, der skal offentliggøres i overensstemmelse med dette afsnit, skal, uanset om oplysningen anses intern viden, offentliggøres på samme måde som intern viden omtalt under pkt. 3.1 medmindre andet fremgår af dette regelsæt.

3.3.2 Regnskabsmeddelelser og årsrapporter

Al regnskabsaflæggelse skal ske i henhold til gældende regnskabslovgivning. Hvis der ikke kræves offentliggørelse af en årsregnskabsmeddelelse, kan udsteder i stedet offentliggøre årsrapporten så hurtigt som muligt efter, at den er færdiggjort.

Eftersom årsrapporten skal udarbejdes i henhold til IFRS for koncerner, skal årsregnskabsmeddelelsen også udarbejdes i henhold til regnskabsprincipperne for årsrapporten. Årsregnskabsmeddelelsen skal være så omfattende, at årsrapporten ikke giver markedet væsentlige nye oplysninger, som kan være intern viden.

3.3.3 Tidspunkt for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelse og delårsrapporter

Såfremt årsregnskabsmeddelelsen er baseret på et ikke-revideret regnskab, skal den offentliggøres senest to måneder efter udløbet af regnskabsperioden. Alternativt, hvis årsregnskabsmeddelelsen er baseret på et revideret regnskab, skal den offentliggøres senest tre måneder efter udløbet af regnskabsperioden.

Delårsrapporter skal offentliggøres inden for to måneder efter udløbet af regnskabsperioden, og det skal oplyses, om de er reviderede, har været genstand for review, eller om de er ikke-reviderede.

Tidsfristen for offentliggørelse af en årsregnskabsmeddelelse er enten to eller tre måneder afhængig af, om den er revideret eller ikke-revideret. Hvor national lovgivning kræver, at der offentliggøres en ikke-revideret årsregnskabsmeddelelse, gives der i henhold til oplysningsforpligtelserne en tidsfrist på to måneder. Årsrapporten skal offentliggøres senest tre måneder efter udløbet af regnskabsåret, hvis udsteder ikke offentliggør en årsregnskabsmeddelelse.

En regnskabsmeddelelse må gerne offentliggøres før den af udsteder på forhånd annoncerede dato, hvis det fx viser sig, at udarbejdelsen af regnskabsmeddelelsen skrider hurtigere frem end forventet. Hvis en udsteder opdager, at regnskabsmeddelelsen ikke kan offentliggøres på det på forhånd annoncerede tidspunkt, skal udsteder komme med en ny dato for offentliggørelse. Se desuden pkt. 3.3.16 vedrørende Finanskalender.

Tidsfristen på to måneder er obligatorisk for alle delårsrapporter, herunder kvartalsrapporter for første og tredje kvartal, hvis udsteder offentliggør sådanne rapporter.

3.3.4 Regnskabsmeddelelsers indhold

En årsregnskabsmeddelelse skal indeholde oplysninger om et eventuelt foreslået udbytte pr. aktie samt den planlagte dato for afholdelse af den ordinære generalforsamling. Det skal desuden fremgå, hvor og i hvilken uge årsrapporten bliver gjort tilgængelig for offentligheden.

En årsregnskabsmeddelelse eller en delårsrapport skal indledes med et resumé over udsteders hoved- og nøgletal, herunder, men ikke begrænset til, nettoomsætning og resultat pr. aktie samt oplysninger om eventuelle forventninger.

Kravet om, at årsregnskabsmeddelelsen skal indeholde oplysninger om det foreslåede udbytte pr. aktie, gælder naturligvis kun, hvis et sådant forslag eksisterer på offentliggørelsestidspunktet. Hvis der ikke er foreslået udbetaling af udbytte, skal dette fremgå tydeligt af regnskabsmeddelelsen. Hvis det foreslåede udbytte ikke er fastsat på tidspunktet for offentliggørelse af regnskabsmeddelelsen, skal det fremgå, hvornår bestyrelsen træffer beslutning herom. Med hensyn til ”oplysninger om eventuelle forventninger” i resuméet kan udsteder enten medtage de samlede forventninger, et sammendrag eller blot angive, at forventningerne er indeholdt i årsrapporten.

3.3.5 Revisionspåtegning

Revisionspåtegningen er en del af årsrapporten. Udsteder skal dog hurtigst muligt offentliggøre enhver revisionspåtegning, som ikke er i standardformat, eller som er modificeret.

En revisionspåtegning skal i dette afsnit anses for modificeret eller ikke i et standardformat, hvis revisor har forsynet påtegningen med en supplerende oplysning, eller hvis revisor ikke kan udtrykke en konklusion uden forbehold, hvis der er tale om en afkræftende konklusion, eller hvis en konklusion ikke kan udtrykkes.

3.3.6 Forventninger og udsagn om fremtiden

Når en udsteder offentliggør forventninger til fremtiden, skal det samtidig give oplysninger om de forudsætninger eller betingelser, der ligger til grund for forventningerne. I det omfang det er muligt, skal forventninger præsenteres på en klar og konsekvent måde. Såfremt udsteder offentliggør andre udsagn om fremtiden, skal disse ligeledes gives på en klar og konsekvent måde.

Reglen kræver ikke, at udstedere skal fremkomme med forventninger. Det er op til det enkelte selskab inden for lovgivningens rammer at bestemme, i hvilket omfang det ønsker at offentliggøre forventninger eller andre udsagn om fremtiden.

En ”forventning” kan være et udtrykkeligt tal for den indeværende regnskabsperiode og/eller efterfølgende regnskabsperioder. En ”forventning” kan desuden være fx en sammenligning med en tidligere periode (fx ”lidt bedre end sidste år”) eller det minimale eller maksimale sandsynlige niveau for resultatet for den indeværende regnskabsperiode og/eller efterfølgende regnskabspe-

rioder. Et ”udsagn om fremtiden” er en mere generel beskrivelse af udsteders forventede fremtidige udvikling.

”Forventninger og andre udsagn om fremtiden” skal så vidt muligt præsenteres på en klar og konsekvent måde. Fx skal oplysninger om grundlæggende forudsætninger være tydelige, således at investorer kan vurdere disse oplysninger ordentligt. Oplysningerne skal være klare med hensyn til det resultatmål, hvortil der refereres, fx om resultatet er før eller efter skat, om kapitalgevinster/-tab er inkluderet, om effekten af planlagte opkøb er inkluderet osv. Tidshorisonten for forventningerne skal desuden fremgå. ”Forventninger og andre udsagn om fremtiden” i delårsrapporter og årsregnskabsmeddelelser skal angives under en separat overskrift og have en fremtrædende plads. Hvis der ændres i forventninger til fremtiden, skal den foregående forventning gentages i den nye meddelelse for, at ændringens betydning kan vurderes.

3.3.7 Generalforsamlinger

Indkaldelse til generalforsamling skal offentliggøres.

En udsteder skal desuden offentliggøre information om beslutninger truffet på generalforsamlingen, medmindre sådan beslutning er uvæsentlig. Dette krav gælder uanset om en sådan beslutning er i overensstemmelse med det tidligere offentliggjorte forslag. Såfremt generalforsamlingen bemyndiger bestyrelsen til at træffe beslutning om et specifikt emne på et senere tidspunkt, skal en sådan beslutning truffet af bestyrelsen offentliggøres, medmindre beslutningen er uvæsentlig.

Indkaldelse til generalforsamling skal altid offentliggøres. Dette gælder uafhængigt af, om indkaldelsen indeholder intern viden, om en indkaldelse vil blive sendt til aktionærene pr. post eller offentliggøres på anden måde, f.eks. i en avis, og uafhængigt af om visse af informationerne indeholdt i indkaldelsen tidligere er blevet offentliggjort i henhold til disse regler.

Forslag fra bestyrelsen til generalforsamlingen, som indeholder intern viden, skal i henhold til MAR offentliggøres hurtigst muligt. Dette betyder, at forslag der indeholder intern viden, skal offentliggøres hurtigst muligt, uanset om indholdet af forslaget senere vil blive en del af indkaldelsen. En indkaldelse må ikke offentliggøres senere, end indkaldelsen sendes eksempelvis til en avis med henblik på offentliggørelse heri.

Selvom en indkaldelse ikke indeholder intern viden, skal indkaldelsen generelt offentliggøres på samme tidspunkt, som en annonce er sendt til en avis. Der kan dog være situationer, hvor visse informationer stadig er udestående, hvor et udkast sendes til en avis. I en sådan situation kan offentliggørelse afvente færdiggørelsen af indkaldelsen. Indkaldelsen skal dog altid offentliggøres aftenen før offentliggørelsen sker i en avis, og før den er gjort tilgængelig på udsteders hjemmeside.

Uvæsentlige beslutninger er fx forhold af teknisk karakter.

Såfremt en udsteder planlægger at videregive intern viden på generalforsamlingen, skal udsteder offentliggøre en meddelelse, som er tilgængelig for alle investorer, senest samtidig med, at oplysningerne gives på generalforsamlingen.

Efter generalforsamlingens afholdelse skal der hurtigst muligt offentliggøres en meddelelse indeholdende oplysninger om truffede beslutninger medmindre en beslutning er uvæsentlig. Dette krav gælder uanset, om en sådan beslutning er i overensstemmelse med det allerede offentliggjorte forslag.

Beslutninger, hvor generalforsamlingen bemyndiger bestyrelsen til at træffe beslutning om et emne, såsom udstedelse af finansielle instrumenter eller tilbagekøb af egne aktier, skal altid offentliggøres. I sådanne tilfælde skal udsteder desuden offentliggøre bestyrelsens beslutning om at udnytte denne bemyndigelse.

3.3.8 Udstedelse af finansielle instrumenter

En udsteder skal offentliggøre ethvert forslag og enhver beslutning om at ændre aktiekapitalen eller antallet af aktier eller andre finansielle instrumenter tilknyttet udsteders aktier, medmindre udstedelsen vil være uvæsentlig.

Oplysninger om vilkår for emission af finansielle instrumenter skal offentliggøres i en meddelelse.

Udsteder skal desuden offentliggøre forløbet af en emission.

Meddelelsen om en emission skal indeholde alle væsentlige oplysninger om udstedelsen af nye finansielle instrumenter. Meddelelsen skal som minimum indeholde oplysninger om årsagen til udstedelsen, det forventede provenu, tegningskursen og, hvis det er relevant, hvem emissionen er rettet mod. Såfremt den nationale selskabslovgivning tillader det, skal en emission af aktier (eller andre finansielle instrumenter) til udsteder selv samt beslutning om at overføre egne aktier til en tredjepart desuden offentliggøres i henhold til denne bestemmelse.

Meddelelser om udstedelse af finansielle instrumenter skal indeholde vilkårene for emissionen, oplysning om aftaler eller tilsagn om tegning samt oplysning om tidsplanen. Når udsteder offentliggør forløbet af emissionen, skal meddelelsen indeholde oplysning om, hvorvidt emissionen er fuldt tegnet eller om fx overtagne tegningsretter er blevet udnyttet. Det vil normalt også være relevant med en gentagelse af tegningskursen, især i tilfælde hvor der ikke er anvendt en fastsat kurs (fx bookbuilding metoden).

Nationale krav kan medføre, at udstederne skal offentliggøre det samlede antal aktier og stemmerettigheder i slutningen af en måned, hvor der er sket ændringer, medmindre det allerede er blevet offentliggjort.

3.3.9 Ændringer i ledelse og revision

Forslag til ændringer og faktiske ændringer i udsteders bestyrelse og øvrige ledelse skal offentliggøres.

Meddelelser om et nyt bestyrelsesmedlem eller et nyt medlem af den øvrige ledelse skal indeholde relevante oplysninger om den pågældendes erfaring og tidligere beskæftigelse.

Til- og fratræden af udsteders revisorer skal desuden offentliggøres.

Meddelelser om et nyt bestyrelsesmedlem eller et nyt medlem af den øvrige ledelse skal indeholde relevante oplysninger om den pågældendes erfaring og tidligere beskæftigelse. Sådanne relevante oplysninger omfatter fx oplysning om den pågældendes tidligere og nuværende ledelsesposter samt relevant uddannelse.

Afhængig af udsteders organisation kan forskellige personer og stillinger anses for at være væsentlige. Ændringer i en udsteders bestyrelse og øvrige ledelse (den øvrige ledelse udgør som minimum udsteders direktion og chief financial officer) vil altid være væsentlige. Andre ændringer i udsteders øvrige ledelse kan tillige være væsentlige og skal således offentliggøres. Dette kan eksempelvis være ændringer i betydningsfulde datterselskabers ledelser eller andre medarbejdere med væsentlige kompetencer. Vigtigheden af ledelsen afhænger fra værdipapirmarkedets synsvinkel ofte af udsteders aktiviteter og organisation.

3.3.10 Aktie-baserede aflønningsprogrammer

En udsteder skal offentliggøre enhver beslutning om at indføre aktie-baserede aflønningsprogrammer. Meddelelsen skal indeholde oplysninger om de væsentligste betingelser for programmet.

Oplysningerne skal give investorerne information om incitamenter for ledelsen og medarbejderne samt om aflønningsprogrammernes udvandingseffekt og dermed bidrage til investorernes forståelse af de potentielle forpligtelser forbundet med sådanne programmer.

En meddelelse vedrørende aktie-baserede aflønningsprogrammer skal normalt indeholde:

- hvilke typer af aktie-baseret aflønning, der er omfattet af programmerne;
- hvilken personkreds, der er omfattet af programmerne;
- tidshorizont for aflønningsprogrammerne;
- det totale antal aktier i programmerne;
- hvilke målsætninger og principper, der lægges til grund for tildelingen af den aktie-baserede aflønning;
- perioden inden for hvilken, programmerne kan udnyttes;
- udnyttelsesprisen;
- hvilke konkrete betingelser, der skal være opfyldt; og
- den teoretiske markedsværdi af den aktie-baserede aflønning, herunder en beskrivelse af hvorledes markedsværdien er opgjort og de væsentligste forudsætninger herfor.

Reglen gælder udelukkende for aktie-baserede aflønningsprogrammer. ”Aktie-baseret aflønning” betyder her ethvert incitamentsprogram, hvor deltagerne modtager aktier, finansielle instrumenter, der giver ret til aktier, andre finansielle instrumenter, hvor værdien er baseret på aktiekursen, syntetiske programmer, hvor kontantafvikling baseres på aktiekursen, eller andre lignende programmer.

Oplysninger om "Personkreds, der er omfattet af programmerne" kan være en generel henvisning til grupper såsom bestyrelsen, direktionen, den samlede medarbejderstab mv.

3.3.11 Transaktioner mellem nærtstående parter

Transaktioner mellem udsteder og dets nærtstående parter, der ikke foretages som et led i den normale forretningsmæssige drift, skal offentliggøres efter indgåelsen, medmindre transaktionen er uvæsentlig for de involverede parter.

"Nærtstående parter" inkluderer administrerende direktører, bestyrelsesmedlemmer og andre direktører i moderselskabet eller væsentlige datterselskaber, der kontrollerer eller har væsentlig indflydelse på den driftsmæssige eller finansielle ledelse af moderselskabet eller det pågældende væsentlige datterselskab. Juridiske enheder, der kontrolleres af disse personer, og aktionærer, der ejer mere end ti procent af aktierne eller stemmerettighederne i udsteder, anses desuden for at være nærtstående parter.

For at sikre troværdighed og tillid skal enhver transaktion med nærtstående parter offentliggøres, medmindre den er uvæsentlig for de involverede parter.

Det skal eksempelvis offentliggøres, når en nærtstående part, som defineret i denne regel, køber et datterselskab fra udsteder optaget til handel. Selv om datterselskabet er lille sammenlignet med koncernen, og det ikke har nogen betydning for kursdannelsen på de finansielle instrumenter, skal der ske offentliggørelse i henhold til denne regel. Offentliggørelse er dog ikke nødvendig, hvis transaktionen er uvæsentlig for de involverede parter. I tilfælde af salg af et datterselskab, skal vurderingen i forhold til udsteder optaget til handel ske i relation til hele koncernen og ikke blot datterudsteders størrelse. Salget er ofte væsentlig for den nærtstående part – og offentliggørelse skal således ske, hvis transaktionen ikke foretages som et led i den normale forretningsmæssige drift.

Offentliggørelse i henhold til denne bestemmelse skal kun ske i forbindelse med transaktioner, som ikke foretages som et led i den normale forretningsmæssige drift. Dette betyder, at forhold, som ikke er ekstraordinære, men er generelle for mange medarbejdere på ensartede vilkår, ikke skal offentliggøres.

3.3.12 Væsentlige ændringer i udsteders aktiviteter eller identitet

Når en udsteder gennemgår væsentlige ændringer og efterfølgende fremstår som et helt nyt selskab, er der behov for yderligere oplysninger om udsteder. Disse oplysninger skal svare til de oplysninger, som kræves i henhold til prospektreglerne. Denne regel gælder uanset om udsteder ikke har pligt til at udarbejde prospekt i henhold til lovgivningen. Sådanne oplysninger skal offentliggøres inden for rimelig tid, hvilket betyder så snart disse er udarbejdet.

Hvis en udsteder ændrer identitet, er det vigtigt, at markedet får tiltrækkelig information herom.

En ændring af udsteders identitet kan opstå, hvis eksempelvis en opkøbt virksomhed eller aktivitet er meget omfattende, eller i særdeleshed når den opkøbte virksomhed eller aktivitet falder udenfor udsteders sædvanlige forretningsområde.

Såfremt børsen ikke finder de oplysninger, som udsteder giver i forbindelse med offentliggørelsen af en identitetsændring, tilstrækkelige, kan udsteders finansielle instrumenter overføres til observationslisten, indtil yderligere oplysninger offentliggøres.

Børsen skal kontaktes forud for planlægningen af en ændring i identiteten, således at spørgsmål vedrørende udsteders fortsatte optagelse til handel kan behandles så hensigtsmæssigt som muligt. Processen i forbindelse med optagelse til handel er beskrevet i Betingelser for aktiers optagelse til handel i kapitel 2.

3.3.13 Beslutninger vedrørende optagelse til handel

En udsteder skal offentliggøre oplysninger, når det første gang ansøger om at få sine finansielle instrumenter optaget til handel på børsen samt i forbindelse med sekundær optagelse til handel på en anden markedsplads. Udsteder skal desuden oplyse, hvis det beslutter at ansøge om at få sine finansielle instrumenter slettet fra handel på børsen eller en anden markedsplads. Udsteder skal endelig oplyse, om sådanne ansøgninger imødekommes eller afslås.

Pligten til at opfylde oplysningsforpligtelserne indtræder, når en udsteder ansøger om at få sine finansielle instrumenter optaget til handel på et reguleret marked. Udsteder er ikke forpligtet til at oplyse om uanmodede optagelser til handel, idet dette ikke pålægger udsteder oplysningsforpligtelser eller andre forpligtelser.

3.3.14 Oplysninger krævet af andre markedspladser

Når en udsteder offentliggør væsentlige oplysninger i henhold til et andet reguleret marked eller handelssystemes regler eller oplysningsforpligtelser, skal sådanne oplysninger samtidigt offentliggøres, som foreskrevet i dette regelsæt.

Formålet med reglen er at sikre, at alle markedsdeltagere har de samme oplysninger at basere deres investeringsbeslutninger på. Kravet om samtidig offentliggørelse gælder også, selv om de oplysninger, der skal offentliggøres, ikke er omfattet af nogen oplysningspligt i henhold til dette regelsæt.

3.3.15 Offentliggørelse af oplysninger nødvendigt for at sikre markedets ordentlige funktion

Hvis børsen finder, at særlige omstændigheder, der resulterer i betydelig usikkerhed om udsteder eller prisfastsættelsen af udsteders finansielle instrumenter, foreligger, og at yderligere oplysninger derfor er nødvendige, for at børsen kan sikre en redelig, velordnet og effektiv handel med udsteders finansielle instrumenter, kan børsen pålægge udstederen at offentliggøre relevante oplysninger til markedet.

Dette krav gælder, uanset om visse oplysninger ikke anses for intern viden. Ved at kræve at udsteder offentliggør nødvendige oplysninger, kan børsen undlade, at overføre udsteders finansielle instrumenter til observationslisten eller suspendere handlen med udsteders finansielle instrumenter, når særlige omstændigheder foreligger, der resulterer i betydelig usikkerhed om udsteder eller prisfastsættelsen af udsteders finansielle instrumenter.

3.3.16 Finanskalender

En udsteder skal offentliggøre en finanskalender, der skal indeholde en angivelse af de forventede datoer for offentliggørelse af årsregnskabsmeddelelser, delårsrapporter, periode-meddelelser samt datoen for den ordinære generalforsamling. Med hensyn til årsrapporten skal udsteder offentliggøre den forventede uge for offentliggørelse.

Finanskalenderen skal offentliggøres forud for begyndelsen af hvert regnskabsår.

Såfremt offentliggørelse ikke kan ske på den i finanskalenderen offentliggjorte dato, skal udsteder offentliggøre en ny dato for offentliggørelse. Om muligt skal den nye dato offentliggøres senest en uge før den oprindelige dato.

Såfremt det er relevant, skal datoen for udbetaling af udbytte også fremgå af udsteders meddelelse.

Udsteder skal desuden, hvis det er muligt, angive tidspunktet på dagen, hvor offentliggørelse vil finde sted.

Såfremt årsrapporten erstatter årsregnskabsmeddelelsen, skal datoen for offentliggørelse af årsrapporten angives i finanskalenderen.

3.4 Oplysninger til børsen

3.4.1 Offentlige købstilbud

Når en udsteder har truffet interne forberedelser til at fremsætte et offentligt købstilbud om at købe finansielle instrumenter i et andet selskab, der er optaget til handel, skal udsteder orientere børsen, når der er rimelig grund til at tro, at disse forberedelser vil resultere i et offentligt købstilbud.

Hvis udsteder har fået oplyst, at en tredjepart har til hensigt at fremsætte et offentligt købstilbud til aktionærene i udsteder, og et sådant offentligt købstilbud ikke er blevet offentliggjort i en meddelelse, skal udsteder orientere børsen, når der er rimelig grund til at forvente, at hensigten om at fremsætte et offentligt tilbud bliver gennemført.

Den lokale børs skal orienteres i god tid før en udsteders drøftelser angående opkøb af et andet selskab, der er optaget til handel på Nasdaq-børserne i Norden, træder ind i en afgørende fase. Der skal dog være rimelig grund til at forvente, at disse tiltag vil resultere i et købstilbud. Oplys-

ningerne bruger børsen, når den skal overvåge handlen, for at kunne opdage usædvanlige kursudsving og for at forhindre insiderhandel.

Børsen skal desuden orienteres, når udsteder er blevet kontaktet af en tredjepart, som har til hensigt at fremsætte et offentligt købstilbud til aktionærene i det selskab, der er optaget til handel, og hvor der er rimelig grund til at antage, at dette vil føre til fremsættelse af et købstilbud.

Der er ingen formelle krav til, hvordan børsen skal orienteres, og det sker normalt ved telefonisk henvendelse til Surveillance på børsen.

3.4.2 Oplysninger til brug for overvågning

Oplysninger, der skal offentliggøres, skal også indsendes til børsen til overvågningsformål senest samtidig med offentliggørelsen af oplysningerne i henhold til dette regelsæt.

Oplysninger, der skal offentliggøres, skal sendes elektronisk i overensstemmelse med børsens regler herom. Udsteder kan rette henvendelse til børsen, hvis der skulle være behov for praktisk assistance.

3.4.3 Orientering af børsen

Såfremt en udsteder har til hensigt at offentliggøre en meddelelse, som forventes at få en ekstraordinær indflydelse på udsteder og udsteders finansielle instrumenter, skal udsteder orientere børsen forud for offentliggørelsen.

Såfremt udsteder har til hensigt at offentliggøre oplysninger, som det formoder vil have en ekstraordinær indflydelse på udsteder og udsteders finansielle instrumenter, er det vigtigt, at børsen bliver orienteret i forvejen, således at der kan træffes beslutning om iværksættelse af foranstaltninger fra børsens side, i særdeleshed når offentliggørelsen er forventes at finde sted indenfor børsens åbningstid. Børsen benytter oplysningerne til overvågning af handel af de relevante finansielle instrumenter for at opfange usædvanlige ændringer i prisfastsættelsen af finansielle instrumenter og forhindre insider handel. En mulighed kan være, at børsen kortvarigt suspenderer handlen og sletter eksisterende ordrer for at give markedet mulighed for at vurdere de nye oplysninger.

Der er ingen formelle krav til måden, hvorpå oplysningerne gives. Det vil dog normalt ske ved at kontakte børsens Surveillance afdeling.

Der kræves ikke orientering af børsen, når oplysningerne er en del af en på forhånd annonceret meddelelse, da markedet er opmærksomt på, at udsteder ved en sådan lejlighed fremlægger væsentlige oplysninger.

4 Særlige regler

4.1 anbefalinger for god Selskabsledelse

Danske selskaber skal give en redegørelse for, hvorledes de forholder sig til de af Komiteén for god Selskabsledelse udarbejdede Anbefalinger for god Selskabsledelse fra 6. maj, 2013, som senest er opdateret i november 2014. Selskaberne skal anvende ”følg eller forklar”-princippet ved udarbejdelsen af redegørelsen.

Reglen betyder, at selskaberne skal forholde sig til de af Komiteen udarbejdede anbefalinger. I henhold til regnskabslovgivningen skal selskaber herefter – enten i deres årsrapport eller på hjemmesiden – medtage en redegørelse for virksomhedsledelse med udgangspunkt i Komiteens anbefalinger og under anvendelse af ”følg eller forklar”-princippet. Yderligere regler om offentliggørelse findes i årsregnskabsloven og i den i tilknytning hertil udstedte bekendtgørelse samt i reglerne for finansielle rapporter for kreditinstitutter og fondsmæglerselskaber m.fl.

”Følg eller forklar”-princippet indebærer, at selskaberne enten skal følge anbefalingerne for god selskabsledelse eller forklare, hvorfor anbefalingerne, helt eller delvist, ikke følges. Med indarbejdelsen af anbefalingerne i disse regler, er det ikke lagt til grund, at en efterlevelse af anbefalingerne skal være udgangspunktet for det enkelte selskab. Gennemsigtighed omkring selskabernes ledelsesstruktur er det bærende element. ”Følg eller forklar”-princippet lægger op til, at det må bero på det enkelte selskabs egne forhold, i hvilket omfang anbefalingerne følges, eller hvorvidt dette ikke er hensigtsmæssigt eller ønskeligt.

Selskaberne skal konkret forholde sig til hver af anbefalingerne. Dette indebærer, at selskaberne skal angive, hvilke anbefalinger der ikke følges, at de skal oplyse grunden hertil, samt - hvor relevant - angive hvorledes udsteder har indrettet sig i stedet. ”Følg eller forklar”-princippet kan efterleves i beretningsform eller under anvendelse af et skema.

Reglen retter sig alene til selskaber med hjemsted i Danmark. Udenlandske selskaber optaget til handel på børsen kan være omfattet af et andet sæt af anbefalinger. Hvor udenlandske selskaber ikke er omfattet af et andet regelsæt anbefales det, at udsteder giver en redegørelse for selskabsledelse under anvendelse af de danske anbefalinger, evt. i tilpasset form, eller i overensstemmelse med internationalt anerkendte standarder.

De forhold, som anbefalingerne omfatter, er i et vist omfang reguleret i de informationsforpligtelser, som selskaber optaget til handel i øvrigt er underlagt. Anbefalingerne må generelt ses som et supplement hertil. Anbefalingerne må i øvrigt også ses i forhold til de regler, der findes i selskabslovgivningen og i regnskabslovgivningen

5 Overtrædelse

I tilfælde af at en udsteder overtræder sine forpligtelser i henhold til dette regelsæt kan børsen give udsteder en påtale. Børsen kan endvidere pålægge udsteder en afgift på op til tre gange det årlige beløb for optagelse til handel, dog minimum kr. 25.000 og maksimum kr. 1 mio. I særlige tilfælde kan børsen beslutte at slette udstederens værdipapirer fra optagelse til handel. Afgørelser om påtale eller afgift truffet af børsen offentliggøres med udstederens identitet. Hvor der er tale om mindre alvorlige påtaler, eller hvor særlige hensyn gør sig gældende, kan børsen undlade at offentliggøre udstederens identitet.

Overtrædelse af en udsteders forpligtelser i henhold til dette regelsæt vil sædvanligvis medføre, at børsen direkte over for den pågældende udsteder påtaler overtrædelsen, og at denne påtale bliver offentliggjort med udstederens identitet.

Der er som udgangspunkt alene tale om offentliggørelse af en udsteders identitet, når denne har fået en påtale. Børsen kan således give sin holdning til kende og beklage et forhold over for en udsteder uden, at dette fører til en offentliggørelse af udstederens identitet, men hvor sagen bliver beskrevet i anonymiseret form.

Som elementer i valg af sanktionsform kan indgå, at der ikke er kontinuitet i de offentliggjorte meddelelser, eller at der er sket en vis vildledning af markedet. Kan det påvises, at udstederen har haft til hensigt at skjule væsentlig information for markedet eller at fremstille virkeligheden lysere eller lignende, vil dette kunne indgå som en skærpende omstændighed i forbindelse med valg af sanktionsform, herunder også i forbindelse med fastsættelsen af størrelsen af en eventuel afgift. I særlige tilfælde kan børsen beslutte at slette udstederens finansielle instrumenter fra optagelse til handel, jf. også pkt. 2.10. Gentagne overtrædelser vil kunne danne grundlag for offentliggørelse eller pålæggelse af afgift, selv om den enkelte overtrædelse ikke isoleret set har en sådan grovhed, at den vil kunne føre til offentliggørelse eller pålæggelse af en afgift.