

## **NOTAT**

**Finanstilsynet**

19. april 2007

J.nr.  
/KS

### **Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden**

Dette notat har til formål at redegøre for Finanstilsynets forståelse af udsteders pligt til at offentliggøre intern viden efter gennemførelsen af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (direktivet om markedsmissbrug).

Notatet behandler primært spørgsmålet om, hvornår udsteders pligt til at offentliggøre intern viden indtræder, herunder udsteders mulighed for at udsætte offentliggørelse af intern viden. Notatet behandler således ikke de krav, der stilles til måden og indholdet ved udsteders offentliggørelse af intern viden. Notatet indeholder derimod en kort gennemgang af begrebet intern viden, da intern viden en forudsætning for udsteders oplysningsforpligtelse.

Notatet har i øvrigt været forlagt Fondsrådet til udtalelse.

#### **1. Baggrund**

Ved lov 1460/2004 blev direktivet om markedsmissbrug og Kommissionens direktiv 2003/124/EF om gennemførelse af Europa-Parlamentets og Rådets direktiv 2003/6/EF med hensyn til definition og offentliggørelse af intern viden og definition af kursmanipulation (Kommissionens gennemførelsesdirektiv) gennemført i lov om værdipapirhandel m.v.

Direktivet om markedsmissbrug fastlægger de generelle grundprincipper, mens Kommissionens gennemførelsesdirektiv fastlægger de tekniske gennemførelsesforanstaltninger. CESR har bistået Kommissionen med teknisk rådgivning, der findes i CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (CESR's Advice)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Det er bestemt i direktivet om markedsmissbrug, at Kommissionen vedtager gennemførelsesbestemmelser vedrørende blandt andet definition og offentliggørelse af intern viden. I forbindelse med vedtagelsen af gennemførelsesbestemmelserne afgav CESR som rådgivende organ udtalelse om baggrunden, formålet og indholdet af niveau 2 reglerne. Der er således ikke tale om forarbejder, men udtalelserne kan anvendes som fortolk-

Overordnet har direktivet om markedsmisbrug til formål at sikre finansmarkedernes integritet i EU og forbedre investorernes tillid til disse markeder. Insiderhandel og kursmanipulation hindrer fuld markedsgennemsigthed, der er en forudsætning for, at alle økonomiske aktører vil handle på finansmarkederne i EU.

Det følger endvidere af direktivets indledende betragtninger, at hurtig og korrekt offentliggørelse af viden fremmer markedsintegriteten, mens udstederens selektive udbredelse af oplysninger kan føre til, at investorerne mister tilliden til finansmarkedernes integritet.

Direktivet om markedsmisbrug indeholder i artikel 6 en pligt for udsteder til at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører udstederen. De oplysninger, som udsteder har pligt til at offentliggøre, er kvalificeret som intern viden, hvorfor direktivets definition af intern viden har direkte betydning for udsteders oplysningsforpligtelser.

Formålet med offentliggørelse af intern viden, der direkte vedrører udsteder, er at sikre et højt informationsniveau og en effektiv prisdannelse på de værdipapirer, der er optaget til handel på regulerede markeder, idet det herigennem sikres, at samtlige markedsdeltagere har lige adgang til hurtig og relevant information om udstederne og de værdipapirer, der handles på markederne. Hurtig offentliggørelse af intern viden medvirker til at mindske risikoen for insiderhandel.

Gennemførelse af direktiverne har medført ændring af de danske regler om udsteders oplysningsforpligtelser, hvorfor Finanstilsynet nærmere vil redegøre for de gældende regler. Som følge af relationen mellem udsteders oplysningsforpligtelser og intern viden indledes med en kort gennemgang af indholdet og forståelsen af intern viden.

## **2. Intern viden**

Det følger af § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., at intern viden er specifikke oplysninger, som ikke er offentliggjort, om udstedere af værdipapirer, værdipapirer eller markedsforhold vedrørende disse, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, hvis oplysningerne blev offentliggjort. Definitionen af intern viden følger af artikel 1, nr. 1, 1. afsnit, i direktivet om markedsmisbrug.

---

ningsbidrag, i det omfang Kommissionens gennemførelsesbestemmelser afspejler indholdet af CESR's udtalelser.

Ved specifikke oplysninger forstås oplysninger, der vedrører forhold, der foreligger eller med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge, eller en begivenhed, der er indtrådt eller med rimelighed kan forventes at indtræde, og som er tilstrækkelig præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begivenheders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer, jf. § 34, stk. 3, nr. 1. Bestemmelsen gennemfører artikel 1, stk. 1, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv.

Ved oplysninger, som antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen, forstås oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger, jf. § 34, stk. 3, nr. 2. Bestemmelsen gennemfører artikel 1, stk. 2, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv.

Ifølge CESR's Advice udarbejdet i forbindelse med Kommissionens gennemførelsesdirektiv afhænger vurderingen af, om der foreligger specifikke oplysninger, af den konkrete sag, herunder de konkrete oplysninger samt omstændighederne i øvrigt. CESR's Advice indeholder blandt andet supplerende vejledning om faktorer, der kan tages i betragtning for så vidt angår specifikke oplysninger og mærkbar betydning for kursdannelsen.

## **2.1 Specifikke oplysninger**

Det er Finanstilsynets vurdering, at spørgsmålet om specifikke oplysninger må afgøres fra sag til sag, og en vurdering afhænger af de konkrete oplysninger, samt sagens omstændigheder i øvrigt.

Da specifikke oplysninger er defineret som oplysninger om forhold, der foreligger eller en begivenhed, der er indtrådt, afgrænses specifikke oplysninger fra (rene) rygter uden substans, og omfatter oplysninger, der kan kommunikeres præcist, fordi oplysningerne er objektive konstaterbare. Hvis oplysningerne vedrører en proces f.eks. en fusion, vil hvert trin i processen kunne udgøre specifikke oplysninger og derfor være intern viden.

Men specifikke oplysninger er også defineret som oplysninger om forhold, der med rimelighed kan forventes at komme til at foreligge eller en begivenhed, der med rimelighed kan forventes at indtræde, hvorfor oplysninger om forhold eller en begivenhed, der senere viser sig alligevel ikke at indtræde, kan udgøre specifikke oplysninger og derfor være intern viden.

Endvidere skal de specifikke oplysninger være tilstrækkeligt præcise til, at der kan drages en konklusion med hensyn til de pågældende begiven-

heders eller forholds forventede indvirkning på kursdannelsen på de pågældende værdipapirer.

CESR angiver i sit Advice følgende faktorer, som kan tages i betragtning:

"(...) The following guidance could be developed to support the factor at level 2.

- A matter or an event is true when it is based on firm and objective evidence, which can be communicated accurately (as opposed to rumours), i.e. if it can be proved to have happened or to exist. If the information derives from a stage process, every fact to do with the process, as well as the totality of the process itself, is precise information and therefore could be inside information, unless it consists only of rumours;
- The referred matter or event could become true in the future; contingencies relating to the actual occurrence of the referred matter or event do not mitigate the precise nature of the information. For instance the fact that an expected merger does not occur at the end of a negotiation process, does not preclude the classification of such negotiations as precise information.
- A piece of information allows a conclusion to be drawn about its impact on prices, either when it would enable a reasonable investor to take an investment decision without (or at very low) risk or when it is likely to be exploited immediately on the market;
- A piece of information that comprehends more than one matter or event and some of them are not precise, could be considered precise as far as it concerns precise matters or events. For instance, a take over bid can be considered as precise information and constitute inside information even though the bidder has not yet decided the price of the bid.
- A piece of information could be considered precise even if it refers to matters or events that could be alternatives. For instance, the matter or event that concerns a take over bid on one out of two companies can be considered precise information and therefore could be inside information. An investor could abuse of this information by trading in shares of the two companies. (...)"

## 2.2 Mærkbar betydning for kursdannelsen

Som anført ovenfor forstås oplysninger, som må antages mærkbart at få betydning for kursdannelsen på et eller flere værdipapirer, som oplysninger, som en fornuftig investor må antages at ville benytte som en del af grundlaget for sine investeringsbeslutninger.

Det fremgår af de indledende betragtninger i Kommissionens gennemførelsesdirektiv, at fornuftige investorer baserer deres investeringsbeslutninger på de oplysninger, som de har til rådighed i forvejen, dvs. tilgængelige forhåndsoplysninger. Spørgsmålet om, hvorvidt det er sandsynligt, at en fornuftig investor vil tage en bestemt oplysning i betragtning ved sin investeringsbeslutning, bør derfor vurderes på grundlag af de tilgængelige forhåndsoplysninger. En sådan vurdering må tage hensyn til oplysninger-

nes forventede virkning på baggrund af den pågældende udsteders samlede aktiviteter, oplysningskildens pålidelighed og andre variable størrelser på markedet, der vil kunne påvirke det pågældende finansielle instrument eller afledte finansielle instrumenter under de givne forhold.

Udstederne skal således være i stand til at vurdere, om de foreliggende oplysninger må antages at være prisfølsomme og dermed udgør intern viden. I princippet er det uden betydning for vurderingen af, om der tale om intern viden, om informationen faktisk fører til ændringer i kursen. Vurderingen må foretages på baggrund af de oplysninger, der forelå på det tidspunkt, hvor den interne viden foreligger.

CESR har i sit Advice anført, at

"The ex ante evaluation of the possibility of a price moving effect can be regarded as a question of determining the degree of probability with which at that point in time (due to the information) could reasonably have been expected. Assuming this, the mere possibility is not enough, as on the other hand a degree of probability close to certainty is not necessary either".

CESR har i sit Advice endvidere anført, at følgende faktorer kunne indgå i vurderingen af, om en oplysning mærkbart må antages at have betydning for kursdannelsen:

"(...) A piece of information is likely to have a significant effect on the price of a financial instrument when it is information, which a reasonable investor in the given circumstances would be likely to take into account for his investment decision. This assessment should be made ex-ante, in order to determine the likelihood of a price moving effect and ought to take into consideration the following factor:

- The anticipated magnitude of the matter or event in question in the context of the totality of the company's activity;
- The relevance of the information as regards the main determinants of the financial instrument's price;
- A market variable that affect the financial instrument in question."

### **3. Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden**

Udsteders pligt til at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører udstederens virksomhed, følger af § 27, stk. 1, i lov om værdipapirhandel m.v., der har følgende indhold:

"En udsteder af værdipapirer, der er optaget til notering eller handel på en fondsbørs, en autoriseret markedsplads eller et tilsvarende reguleret marked for værdipapirer, eller for hvilke der er indgivet anmodning om optagelse til notering eller handel på sådanne markeder, skal hurtigst muligt offentliggøre intern viden, jf. § 34, stk. 2, såfremt denne vi-

den direkte vedrører udstederens virksomhed. Udstederen er forpligtet til at offentliggøre sådan viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret. Betydelige ændringer i allerede offentliggjort intern viden skal offentliggøres umiddelbart efter, at disse ændringer er indtrådt, og gennem den samme kanal, som blev anvendt ved offentliggørelsen af den oprindelige information."

1. punktum er en gennemførelse af artikel 6, stk. 1, i direktivet om markedsmissbrug, hvorefter medlemsstaterne skal sikre, at udstedere af finansielle instrumenter hurtigst muligt offentliggøre intern viden, der direkte vedrører disse udstedere.

2. punktum er en gennemførelse af artikel 2, stk. 2, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv, hvorefter medlemsstaterne skal sikre, at udstederen anses for at have efterkommet artikel 6, stk. 1, første afsnit, i direktivet om markedsmissbrug, når disse umiddelbart efter, at der foreligger en række forhold eller er indtrådt en begivenhed, har underrettet offentligheden derom, selv om forholdene eller begivenheden endnu ikke er formaliseret.

3. punktum er en gennemførelse af artikel 2, stk. 3, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv.

Det er Finanstilsynets vurdering, at en udsteder som udgangspunkt er forpligtet til at offentliggøre intern viden, der direkte vedrører udsteders virksomhed, umiddelbart efter, at den interne viden foreligger eller er indtrådt.

Imidlertid har 2. punktum om, at offentliggørelse skal ske umiddelbart efter, at de pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtrådt, selv om forholdet eller begivenheden endnu ikke er formaliseret, givet anledning til fortolkningstvivel.

På den ene side fremgår det af bemærkningerne til lovforslaget, L 13 Folketinget 2004-05, at "*bestemmelsens formål er nærmere at tage stilling til tidspunktet for oplysningsforpligtelsens indtræden, når den interne viden angår forhold eller begivenheder, der kan være vanskelige præcist at tidsfæste. I sådanne situationer fremgår det af den foreslåede bestemmelse, at offentliggørelse skal ske, så snart det pågældende forhold foreligger eller den pågældende begivenhed er indtruffet og ikke først på et senere tidspunkt, hvor der måtte ske en formel bekræftelse af forholdet eller begivenheden*".

På den anden side fremgår det også af bemærkningerne, "*at oplysningspligten først indtræder, når der er sikkerhed for, at de omhandlede forhold eller beslutninger reelt vil blive gennemført*". Denne sætning i be-

mærkningerne kan læses på den måde, at udsteder først er forpligtet til at offentliggøre intern viden, når der er sikkerhed for, at et forhold eller en beslutning reelt vil blive gennemført uanset, at intern viden efter § 34, stk. 2, jf. stk. 3, også vedrører oplysninger om forhold eller begivenheder, der kun med rimelighed kan forventes at foreligge eller indtræde.

I artikel 2 i Kommissionens gennemførelsesdirektiv fastsættes regler om metoder til og frister for offentliggørelse af intern viden i relation til artikel 6, stk. 1, i direktivet om markedsmissbrug, hvor stk. 2 har følgende ordlyd:

"Medlemsstaterne sikrer, at udstederne anses for at have efterkommet artikel 6, stk. 1, første afsnit, i direktiv 2003/6/EF, når disse umiddelbart efter, at der foreligger en række forhold eller er indtrådt en begivenhed har underrettet offentligheden derom, selv om forholdene eller begivenheden endnu ikke er formaliseret.<sup>2</sup>"

For at få en ensartet anvendelse af artikel 6, stk. 1, i direktivet om markedsmissbrug, hvorefter udsteder hurtigst muligt skal offentliggøre intern viden, fastlægger artikel 2, stk. 2, i gennemførelsesdirektivet, at udsteder har opfyldt sin forpligtelse af artikel 6, stk. 1, hvis udsteder umiddelbart efter, at der foreligger en række forhold eller er indtrådt en begivenhed, selv om disse eller denne endnu ikke er formaliseret, har underrettet offentligheden herom.

Efter ordlyden af artikel 2, stk. 2, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv sammenholdt med artikel 6, stk. 1, i direktivet om markedsmissbrug, er det Finanstilsynets vurdering, at en udsteder skal offentliggøre intern viden umiddelbart efter, at den interne viden reelt foreligger. Det afgørende for udsteders oplysningspligt er derfor, for det første om oplysningerne er intern viden som defineret i § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v., for det andet om oplysningerne direkte vedrører udsteders virksomhed.

En nærmere vejledning vedrørende faktorer, der må tages i betragtning, når det skal afgøres om offentliggørelse er sket hurtigst muligt, findes i CESR's Advice, hvoraf det blandt andet fremgår, at

"(...) It is important that the market receives as soon as possible information that is relevant for the pricing of financial instruments. Without this the market will not be able to fulfil its function, namely to price the securities correctly. Furthermore disclosure will prevent market abuse. However the issuer's obligation according to article 6.1 is limited

---

<sup>2</sup> Ordlyden i den engelske version: "Member States shall ensure that the issuer are deemed to have complied with the first subparagraph of article 6 (1) of Directive 2003/6/EC where, upon coming into existence of a set of circumstances or the occurrence of an event, albeit not yet formalised, the issuer have promptly informed the public thereof"

to informing the public as soon as possible of inside information which directly concerns the issuer.

(...) In meeting the objective, it is essential that the time lapse between the event to which the information refers is not longer than strictly necessary for the issuer to decide whether the event involves inside information that is subject to publication. However, this decision may not be delayed intentionally or negligently."

På denne baggrund afgav CESR følgende udtalelse:

"Disclosure should take place as soon as the matter or event occurs, regardless of whether it is already formalized. In any case, disclosure should allow complete and correct assessment of the information.

Appropriate disclosure does not occur as soon as possible, when the issuer disseminates the information through other channels before it is disclosed through an officially appointed mechanism.

Disclosure should be up-dated through the same mechanism, as soon as any relevant changes in the disclosed inside information occur."

I forbindelse med udtalelsen fremkom CESR med følgende bemærkninger:

"(...) The first requirement is important when, for instance, the event is a contract. There is often a period of time between the agreement and finalising the contract, during which period there is a high risk of abuse of inside information.

(...) CESR is aware of the fact that, in some cases, it is not in the company's best interest to disclose information at an early stage of, for instance, a negotiation process. However, CESR believes that these situations should be included under the exception provided by article 6/2, because the company will then have to ensure confidentiality of the matters not disclosed."

CESR har således i relation til gennemførelsesbestemmelserne, der skulle vedtages i relation til artikel 6, stk. 1, i direktivet om markedsmisbrug udtalt, at det skal sikres, at perioden fra tidspunktet, hvor forholdet eller begivenheden udgør intern viden, og til tidspunktet, hvor pligten til at offentliggøre af intern viden indtræder, ikke bliver længere end nødvendig. Intern viden, som udsteder kan have en berettiget interesse i ikke at offentliggøre, for eksempel en forhandlingsproces, bør behandles efter undtagelsen i artikel 6, stk. 2, i direktivet om markedsmisbrug, hvorefter udsteder kan udsætte offentliggørelsen<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> En tilsvarende forståelse genfindes i Kommissionens foreløbige udkast til gennemførelsesdirektivet i Working Document ESC 12/2003, hvoraf fremgår:



Det er således Finanstilsynets vurdering, at en udsteder i medfør af § 27, stk. 1, 1. punktum, hurtigst muligt skal offentliggøre intern viden, og at hurtigst muligt i medfør af 2. punktum skal forstås som umiddelbart efter, at de forhold eller den begivenhed, der udgør interne viden, foreligger eller indtræder. Denne forståelse er både i overensstemmelse med formålet i direktivet om markedsmissbrug, udgangspunktet for reglerne om offentliggørelse af intern viden samt de foreliggende fortolkningsbidrag fra CESR og Kommissionens gennemførelsesdirektiv.

#### **4. Udsteders mulighed for at udsætte offentliggørelse af intern viden**

Det følger af § 27, stk. 6, at en udsteder på eget ansvar kan udsætte offentliggørelsen af intern viden for ikke at skade sine berettigede interesser, forudsat at dette ikke vil kunne vildlede offentligheden, og udstederen kan sikre, at denne viden behandles fortroligt. Bestemmelsen er en gennemførelse af artikel 6, stk. 2, i direktivet om markedsmissbrug.

Berettigede interesser kan især vedrøre igangværende forhandlinger eller tilsvarende forhold, hvor offentliggørelse vil kunne påvirke disse forhandlingers udfald eller normale forløb, jf. § 27, stk. 6, nr. 1, eller beslutninger eller kontrakter, der er truffet eller indgået af en udsteders ledelse, hvor det er nødvendigt med godkendelse fra et andet selskabsorgan hos udstederen, for at beslutningen eller kontrakten kan få virkning, jf. § 27, stk. 6, nr. 2. Bestemmelsen er en gennemførelse af artikel 3, stk. 1, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv.

Af ordlyden kan det udledes, at oplysninger om igangværende forhandlinger kan være intern viden, der som udgangspunkt skal offentliggøres i medfør af § 27, stk. 1, men som i medfør af § 27, stk. 6, kan udsættes med henvisning til udstederens berettigede interesser, forudsat at udsættelsen ikke medfører vildledning af offentligheden og den interne viden behandles fortroligt.

Udsættelse af offentliggørelse af intern viden vil således forudsætte en afvejning af de interesser, selskabet ønsker at beskytte, i forhold til den potentielle skadevirkning, en udsættelse kan have for markedet. En ud-

---

" As a principle, it is crucial for the prevention of insider dealing and for the best interests of the market to require issuer to inform the public without delay. That is why a general requirement is made to ensure that issuers take action to inform the public promptly after the matter and event constituting inside information occurs. However, this is only a principle to reduce the period during which the inside information might circulate selectively; delays for public disclosure as provided for by Articles 6 (2) and 6 (3) would still be applicable."

sættelse kan således ikke opretholdes længere end, hvad der er nødvendigt for at beskytte de påberåbte interesser.

Udsteders mulighed for at udsætte offentliggørelsen af intern viden skal samtidig ses i sammenhæng med artikel 3, stk. 2, i Kommissionens gennemførelsesdirektiv. Det følger af artikel 3, stk. 2, i gennemførelsesdirektivet, at ved anvendelse af artikel 6, stk. 2, i direktivet om markedsmisbrug skal medlemsstaterne kræve, at en udsteder, for at sikre at den interne viden behandles fortroligt, kontrollerer adgangen til en sådan viden, og især:

" (...)

1. at udstederen har indført effektive foranstaltninger for at forhindre andre personer i at få adgang til denne viden end de personer, der skal have adgang dertil som led udøvelsen af deres funktioner hos udstederen,
2. at udstederen skal træffe de nødvendige foranstaltninger for at sikre, at personer, der har adgang til en sådan viden, accepterer de deraf følgende retlige og tilsynsmæssige forpligtelser og er klar over, hvilke sanktioner de kan få pålagt ved misbrug eller ubehørig videregivelse af en sådan viden,
3. at udstederen skal indføre foranstaltninger, som giver mulighed for øjeblikkelig offentliggørelse i tilfælde, hvor udstederen ikke har kunnet sikre, at den pågældende interne viden behandles fortroligt, uden at dette dog påvirker anvendelsen af artikel 6, stk. 3, andet afsnit, i direktiv 2003/6/EF."

Udsteder skal således have indført foranstaltninger, der muliggør øjeblikkelig offentliggørelse af intern viden, hvor offentliggørelse har været udsat, men hvor den interne viden ikke har kunnet holdes fortrolig. Bestemmelsen er gennemført i § 37 i lov om værdipapirhandel m.v.

Det fremgår af CESR's Advice for så vidt angår måder at forhindre insiderhandel, når offentliggørelse af intern viden er udsat, at

"(...) Issuers should have in place measures, which allow immediate disclosure in case of a breach of confidentiality."

En udsteder kan således på eget ansvar udsætte offentliggørelse af intern viden, der direkte vedrører udsteders virksomhed, forudsat at de angivne betingelser er opfyldt. Men en udsteder ikke kan opretholde en udsættelse af offentliggørelse af intern viden, hvis den interne viden ikke kan behandles fortroligt – uanset hvem der har videregivet den interne viden. Udsteder skal i sådanne tilfælde offentliggøre den interne viden øjeblikkelig.

#### **4. Sammenfatning vedrørende Finanstilsynets fortolkning af udsteders oplysningsforpligtelse**

Udgangspunktet for udsteders oplysningsforpligtelse er intern viden, der er reguleret i § 34, stk. 2, i lov om værdipapirhandel m.v. Hvorvidt en oplysning udgør intern viden skal vurderes i henhold til § 34, stk. 2, og det vil bero på en konkret vurdering i den konkrete sag. Udsteder kan ved vurderingen lade sig vejlede af de faktorer og forhold, som er anført af CESR.

Hvis der er tale om intern viden, der direkte vedrører en udsteders virksomhed, er udstederen i medfør af § 27, stk. 1, forpligtet til hurtigst muligt at offentliggøre den interne viden. For at opfylde forpligtelsen må udsteder offentliggøre den interne viden umiddelbart efter, at de pågældende forhold eller den pågældende begivenhed, der udgør den interne viden, foreligger eller er indtrådt.

Udstederen kan for at beskytte sine berettigede interesser udsætte offentliggørelsen i medfør af § 27, stk. 6. En udsættelse forudsætter en afvejning af udsteders interesser i forhold til den potentielle skadevirkning for markedet. En udsættelse kan kun opretholdes så længe, det er nødvendigt af hensyn til de berettigede interesser, og så længe den interne viden holdes fortrolig.

Hvis den interne viden eller dele heraf lækker til uvedkommende, herunder pressen, kan udstederen ikke opretholde udsættelsen af offentliggørelsen af den interne viden. Det er afgørende for vurderingen, om rygterne vedrører intern viden. Det er uden betydning for udstederens pligt til straks at offentliggøre den interne viden, om den interne viden er videregivet af udsteder selv eller en anden fysisk eller juridisk person.