



Børsens dag 2023 – Oplysningspligt og forventninger

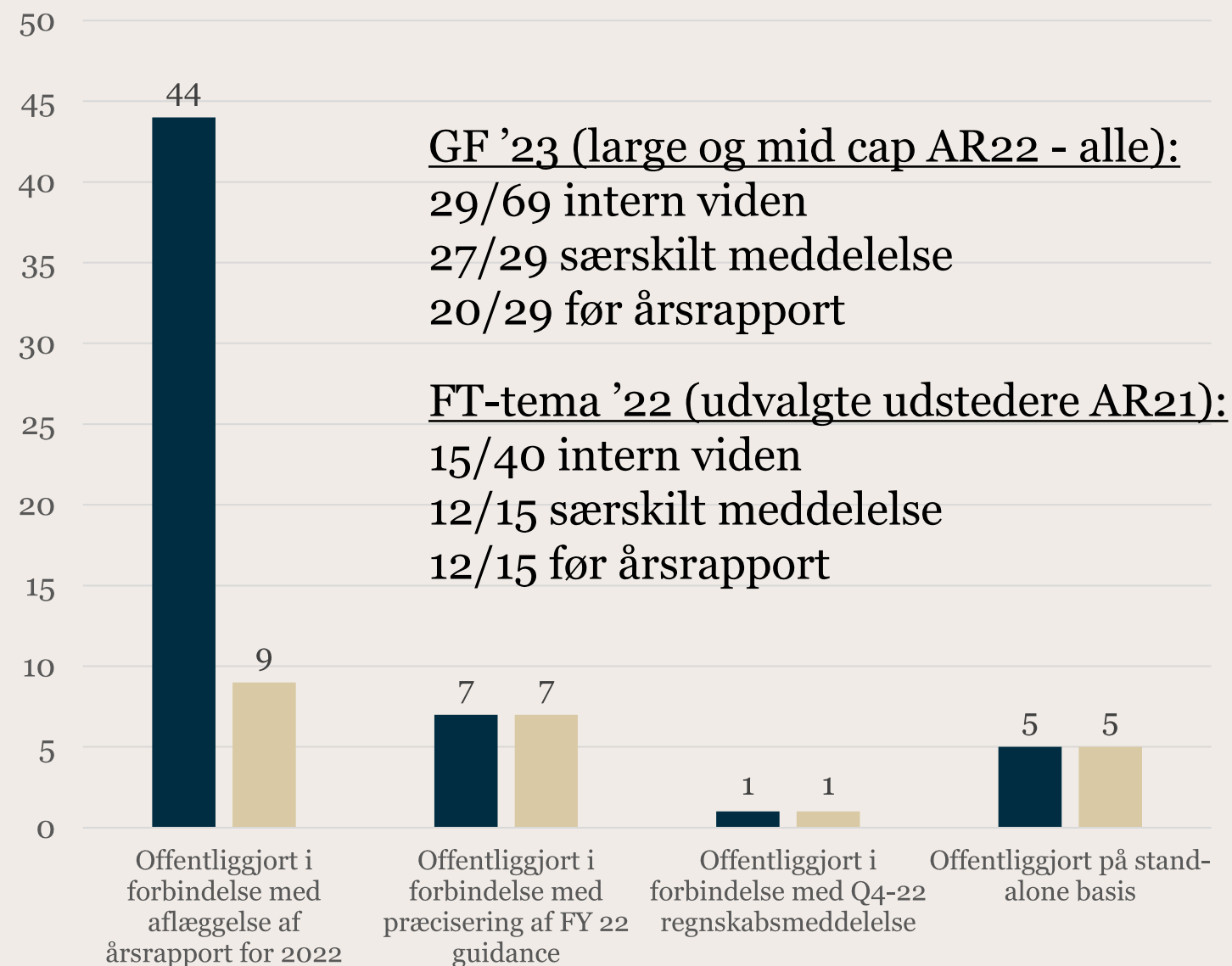
Status – hvor er vi? | Guidance som intern viden

- **Ny kortsigtet guidance:**
 - Kan udgøre/indeholde intern viden (FT vejl. 9449/21, ESMA 5.11 (**ny**), FT jan '23 (**ny**))
- **Ny langsigtet guidance:**
 - Kan udgøre/indeholde intern viden (FT vejl. 9449/21)
- **Analytiker konsensus:**
 - Kan inddrages v/vurdering om intern viden (ESMA 5.12 (**ny**), FT jan '23)
- **Timing for offentliggørelse af guidance:**
 - Hvis/når intern viden opstår ifm guidance – dvs. uafhængigt af timing for finansiel rapportering (FT vejl. 9449/21 og ESMA 5.11 (**ny**))
- **Timing – betydning af intern beslutningsproces og skøn:**
 - Balance ml. ”hurtigst muligt” og ”et sikkert skøn” (FT vejl. 9449/2021 og FT temaundersøgelse dec. 22 (**ny**))
- **Udsættelse:**
 - Udsættelse ved ufuldstændige oplysninger og best. godkendelse? (Totalbanken afgørelse nov. 22 (**ny**))
- **Metode for offentliggørelse:**
 - Separat meddelelse (FT temaundersøgelse dec. 22 (**ny**) + FT jan. '23 (**ny**))

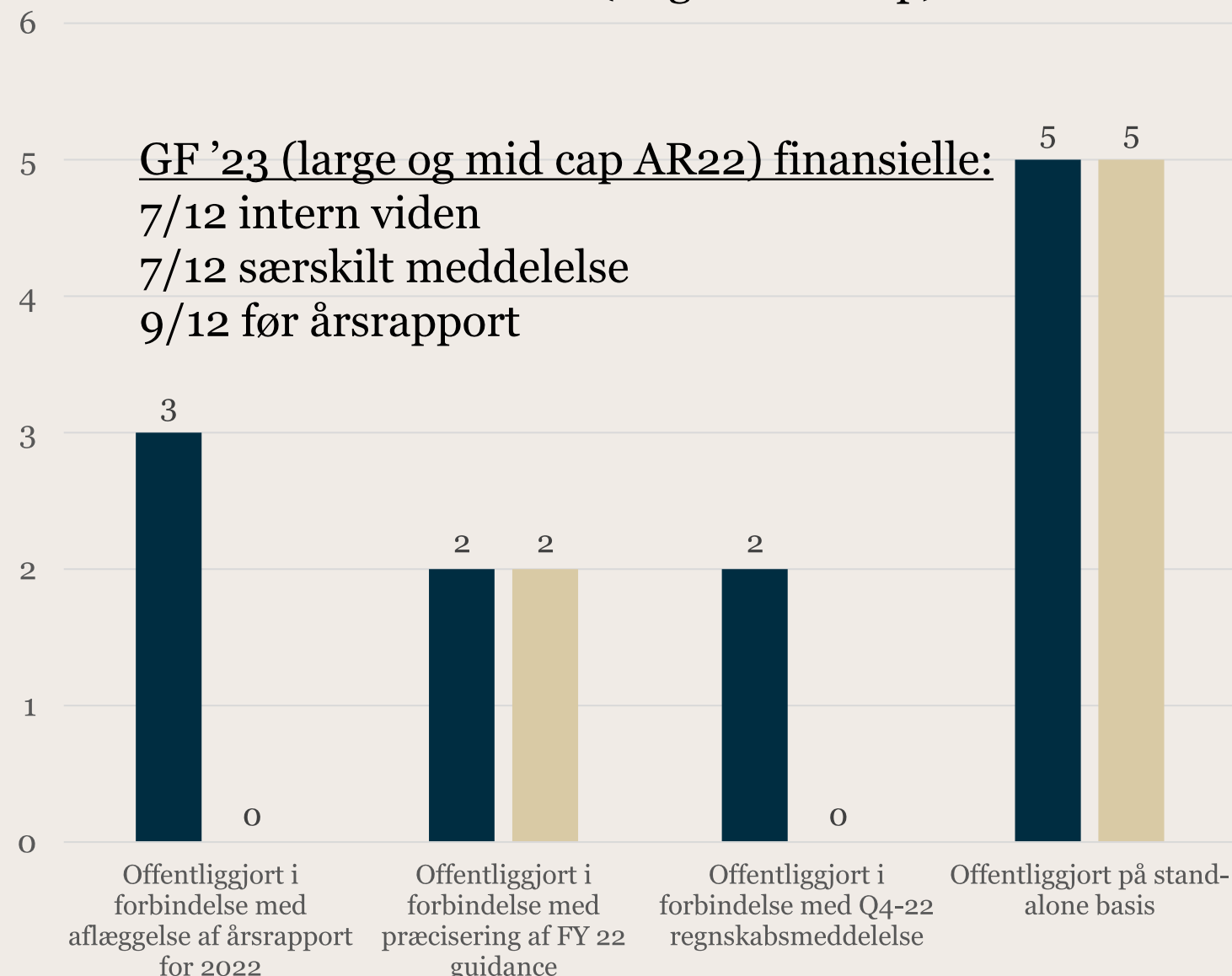


Hvordan offentliggøres guidance for FY 2023? (69 selskaber)

Guidance offentliggjort af ikke-finansielle virksomheder (large + mid cap)



Guidance offentliggjort af finansielle virksomheder (large + mid cap)



Nye forventninger som intern viden

- **Finanstilsynets vejl. 9449/2021:** Nye forventninger “kan” udgøre intern viden. Vurderingen foretages efter de almindelige kriterier i MAR.
- **Gentaget i FT’s temaundersøgelse dec. 2022:** ”Den nye vejledning har [...] fokus på, at de første udmeldinger om en udsteders finansielle forventninger til et kommende regnskabsår kan være intern viden. Udsteder kan derfor som udgangspunkt ikke vente med at offentliggøre denne viden til den planlagte offentliggørelse af årsrapporten.”
- **Sammenholdt med ESMA 5.11 (sep. 2022):**
 - Sondrer øjensynligt mellem ”*financial expectations*” (intern) vs. published ”*financial guidance*” (ekstern)
 - Finansiell guidance følger som udgp. skemalagt finansiell rapportering i de relevante jurisdiktioner (i.e. ikke alle)
 - Arbejdet med guidance afdækker ”*piece of information*” som udgør intern viden vs. selve den finansielle guidance udgør intern viden
 - Implicit anerkendelse af udsættelse af guidance/den interne viden (hvis underliggende intern viden kan udsættes)

ESMA Q&A 5.11 (sep. 2022)

Q: Should the issuer generally consider the first financial guidance for a given financial year to be inside information in the context of MAR, bearing in mind that such financial guidance forms part of the financial reports prepared under the Transparency Directive and national legislation, which do not require or even anticipate premature disclosure?

A: ”In principle, the **financial expectations to be published by the issuer** in certain jurisdictions (i.e. financial guidance), must **follow the schedule established** under the Transparency Directive (TD) and the corresponding national legislation, just like the yearly and half-yearly reports under the TD.

However, a **piece of inside information** under Article 7 of MAR can be identified while preparing the financial guidance, the half-yearly or the yearly reports. In that case, **that piece of inside information** has to be **immediately published unless delayed disclosure under Article 17 of MAR takes place, irrespective of the date of publication of the financial guidance**, the half-yearly or the yearly report as determined by the relevant national legislation.”



Nye forventninger – Hvornår ikke intern viden? (Fra Børsens Dag 2022)

Bud på hvornår ny forventninger typisk ikke er intern viden:

- **Konsistent med historisk finansiell performance – evt. suppleret med markedskonsensus:** De nye forventninger falder inden for den forventelige finansielle udvikling (evt. understøttet af markedskonsensus).
- **Inden for langsigtede forventninger/målsætninger:** De nye forventninger er konsistente med allerede offentliggjorte langsigtede forventninger/mål.
- **Usikre:** Forventninger er usikre i en sådan grad, at de ikke kan antages at have en mærkbar indvirkning på kursen. F.eks. pga. usikre **markedsvilkår** i udsteders branche (e.g. stor uforudsigelighed og volatilitet) eller som følge af **længden af den periode**, forventningerne dækker (e.g. *langsigtede forventninger*). Forventninger kan i nogle tilfælde være baseret på rent **matematiske fremskrivninger**, hvis det reelt ikke er muligt at bestemme sandsynlige udfald).
- **Generelle:** Forventninger er i sin natur upræcise/ikke målbare og kan derfor ikke antages at have en mærkbar indvirkning på kursen.
- **Uden reel betydning for værdiansættelsen:** Kursen er i realiteten bestemt af andre forhold end den pågældende guidance/finansielle forventning (e.g. kursen fastsættes ud fra markedets forventninger til fremtidige produktgodkendelser, etc.).

Ikke ny viden/
ikke mærkbar

OK - FT jan '23
(konkret vurd.)

Ikke ny viden

Stadig brugbar

Ikke specifik/
ikke mærkbar

Stadig brugbar

Ikke specifik/
ikke mærkbar

Stadig brugbar

Ikke specifik/
ikke mærkbar

Stadig brugbar

Betydning af analytikerforventninger

- **FT vejledning i maj 2019:** *”Analytikernes forventninger [...] kan dog ikke inddrages ved vurderingen af, om en oplysning udgør intern viden [...] eller i vurderingen af mærkbarhedskriteriet.”*
- **ESMA Q&A 5.12 (sep. 2022):** *”All available information has to be considered” and “.. consensus of analyst expectations [...] part of the investment decision.”* (Bemærk - potentielt en kvalificeret standard (“consensus”).)
- **FT nyhedsbrev dec. 2022 – Accept af ESMA 5.12, men:**
 - *”[...] udstederen [skal] kunne dokumentere, at analytikerne har **forholdt sig specifikt til udsteders virksomhed.**”*
 - *”Svarer analytikernes vurdering ikke til udsteders udmeldinger til markedet, er der en **sandsynlighed for, at en fornuftig investor vil lægge vægt på udsteders – og ikke analytikernes – vurdering.**”*
- **Anvendelse i praksis:**
 - Påpasselighed med anvende ”imod” egne oplysninger (e.g. performance under guidance er ikke intern viden).
 - Særlig relevant ved ny guidance (hvor ikke egne modstridende oplysninger) og v/mærkbarhed (hvor fx en afvigelses væsentlighed må forstås i kontekst af konsensus)

FT vejl. 2019 + ESMA Q&A 5.12 (sep. 2022)

- **FT 2019 - Intern viden:** [Ikke korrekt at inddrage analytiker forventninger]. ”Udstederen bør derimod vurdere [...] i forhold til, hvad udstederen selv tidligere har meldt ud. Eksempelvis bør udstederen ved op- og nedjusteringer undersøge, om disse ligger inden for et spænd, som udstederen selv tidligere har meldt ud. ”
- **FT 2019 - Mærkbarhedskriteriet:** ”Udstedere bør dog ikke inddrage [analytikernes forventninger] til udstederen i vurderingen af mærkbarhedskriteriet. Årsagen er, at **analytikerne ikke har samme kendskab til forretningen, som udstederen selv har.** Derfor er analytikernes forventninger **forbundet med en vis usikkerhed.** Ved vurderingen [...] forventer Finanstilsynet, at udstederen alene inddrager sine egne tidligere udmeldinger [...], og hvilke forventninger udstederen selv har skabt hos de potentielle investorer.”
- **ESMA Q&A 5.12 (sep. 2022):** “All available information has to be considered by the issuers to determine whether a piece of information constitutes inside information”

“ESMA understands that the **consensus of market analysts’ expectations** may impact the market expectation (also known as **investor sentiment**) and would be part of the investment decision...”

Timing for offentliggørelse

Indtræden af intern viden

- **Upræcis:** Ufuldstændige data (pas på arbejdsversioner!)
- **Reel tvivl:** Udskydes potentielt hvis reel tvivl om bestyrelsens holdning til forslag til nye forventninger
- **Alternative scenarier:** Flere scenarier forelagt bestyrelsen. Bestyrelsens beslutning/skøn afgørende for forventningernes indhold og dermed for og om hvornår, der opstod intern viden.

Udsættelse

- **Sonde:** Ændring af guidance og ny guidance
- Udsætte ved tal, der ikke er endelige (Totalbanken)
- Bestyrelsens godkendelse? – potentielt stadig en ”streng praksis”
- Underliggende forhold er udsat (ESMA 5.12)

Hurtigst muligt

- Bestyrelsesgodkendelse inden for ”hurtigst muligt”?
- Timing på dagen – fortsat udfordring ift markedets behov for forudsigelig timing af oplysninger

- **ESMA Guidelines om ændring af forventninger – Udsættelse ikke mulig (vildledning), hvis :**

”Den interne viden [...] vedrører, at *udstederens økonomiske mål sandsynligvis ikke bliver nået* [”will likely not be met”], når sådanne mål tidligere er blevet meddelt offentligt. ”

- **ESMA Guidelines om interne beslutningsprocesser som legitimt hensyn – Udsættelsesadgang begrænset:**

”Den interne viden vedrører truffne beslutninger eller kontrakter udfærdiget af en udsteders ledelsesorgan, som ifølge national lovgivning eller udstederens vedtægter skal godkendes af et andet af udstederens organer end aktionærernes generalforsamling for at kunne træde i kraft, forudsat at:

- i. en umiddelbar offentliggørelse af den pågældende viden inden en sådan afgørende beslutning ville **sætte offentlighedens korrekte vurdering af den pågældende viden på spil**
- ii. udstederen sørgede for, at den afgørende beslutning **blev truffet hurtigst muligt.**”

Metode for offentliggørelse

FT temaundersøgelse dec. 2022 of FT nyt jan. 2023:

- **Særskilt offentliggørelse som intern viden:** Intern viden i årsrapporter, herunder guidance, skal ifølge Finanstilsynets offentliggøres i en ”i en selskabsmeddelelse for sig”. Den særskilte meddelelse skal offentliggøres i kategorien ”intern viden”.
- **Beskrivelse:** Meddelelsen skal ”beskrive den interne viden, som udsteders rapport indeholder”.
- **Den finansielle rapport:** Udsteder skal ikke indberette den finansielle rapport i kategorien intern viden – skal indberettes som finansiel rapportering.

Praktiske udfordringer

- Hvad udsendes først – den interne viden eller årsrapporten?
- Hvad hvis flere elementer af intern viden? Fx estimat for sidste års resultat og ny guidance, der udgør intern viden.
- Ændret guidance ifm. delårsrapporter? Trading updates / kvartalsmeddelelser?

Bavarian Nordic A/S
Intern viden

Bavarian Nordic opdaterer på udviklingspipelinen og offentliggør økonomiske forventninger til 2023

KØBENHAVN, Danmark, 15. februar 2023 – Bavarian Nordic A/S (OMX: BAVA) offentliggjorde i dag sine økonomiske forventninger til 2023 og opdaterede på sine sen-fase udviklingsprogrammer.

”Bavarian Nordic går et spændende år i møde i 2023 med forventede data fra vores to fase 3-forsøg inden for RSV og COVID-19, der begge rummer et stort fremtidigt potentiale til at bidrage til opfyldelsen af vores mål om at blive en af de største rendyrkede vaccinevirksomheder. Vores eksisterende forretning vil også bidrage væsentligt til denne ambition som følge af et forventet stærkere salg inden for rabies- og TBE-vacciner, efterhånden som flere markeder vender tilbage til niveauet før COVID-19, samt ikke mindst på grund af de betydelige ordrer på vores mpox-vaccine, som vi indgik i 2022, og som vil blive leveret i 2023. Samlet vil disse produkter bidrage til endnu et rekordår med en omsætning, der ventes at blive næsten dobbelt så stor som i 2022 og et driftsresultat før renter og skat, nedskrivninger og afskrivninger (EBITDA) på mere end DKK 2 mia.,” udtaler administrerende direktør i Bavarian Nordic, Paul Chaplin.

Opdatering på sen-fase udviklingsprogrammer

Som tidligere udmeldt har Bavarian Nordic i alderen 60 år og opefter gennemført en analyse af data forløber i slutningen af 2022 og begynder analysering af data forløber i midten af 2023.

Rekrutteringen af personer til kliniske studier af boostervaccinekandidaten, AAV-01, forventede fuldførelse af røntgen og topinjerresultater forventes nu i slutningen af 2022 og begynder i starten af 2023.

Offentliggjort: 2023-01-18 15:02:40 CET

Ringkjøbing Landbobank A/S
Intern viden

Forventninger for 2023

Nasdaq Copenhagen
London Stock Exchange
Euronext Dublin
Øvrige interessenter

Dato 18. januar 2023

Forventninger for 2023

Ringkjøbing Landbobank kan hermed oplyse, at banken for 2023 forventer et basisresultat i intervallet DKK 1.700-2.100 mio. og et resultat efter skat i intervallet DKK 1.200-1.600 mio.

Årsrapporten for 2022 offentliggøres som tidligere udmeldt den 1. februar 2023.

Nye langsigtede forventninger som intern viden

- **FT vejledning 9449/2021:**

- Brede råderum for det ledelsesmæssige skøn
- Intern viden? Krav om konkrete og målbare:

”Er der tale om **konkrete og målbare** langsigtede forventninger, eksempelvis ved at forventningerne til den fremtidige vækst pr. år er angivet i procenter, er der **større sandsynlighed** for, at disse forventninger vil kunne udgøre intern viden, og omvendt, hvis der er tale om **ikkekonkrete og ikke målbare forventninger**”

- **Prospekter:**

- Der sondres mellem faktiske fremtidige finansielle oplysninger (forecast) og tendensoplysninger, der ikke indeholder specifikke resultatniveauer eller vedrører en specifik regnskabsperiode.
- Sidstnævnte er ikke omfattet af særskilte oplysningskrav.

Questions and Answers on the Prospectus Regulation

Wording that qualifies as a 'profit forecast'

An important part of the definition of 'profit forecast' are the terms, 'minimum or maximum figure'. Profit forecasts refer to the issuer's projections for future periods, where the wording, 'either directly or indirectly', indicates the likely minimum or maximum level of the issuer's future profit or loss. Instead of a precise figure, a profit forecast can also refer to a range of figures particularly when a minimum or maximum figure is mentioned or implied.

Praksis i udlandet | Hvad gør vores nabolande?



Intern viden?	DK	SE	NO	FI	DE	UK
Ny guidance	Ja, potentielt	Nej, typisk ikke	Nej, typisk ikke	Ja, potentielt, men ikke i praksis	Ja, potentielt, men ikke i praksis	Ja, potentielt, men ikke i praksis
Long term guidance	Ja, potentielt	Nej, formentligt ikke	Nej, typisk ikke	Nej, formentligt ikke	Ja, men ikke i praksis	Ja, men ikke i praksis
Ændringer til guidance	Ja, potentielt	Ja, hvis profit warning	Ja, men generelt sen offentliggørelse	Ja, potentielt	Ja, potentielt	Ja, potentielt
Budgetter	Uafklaret, men potentielt	Nej, formentligt ikke	Nej	Ja, men ikke i praksis	Ja, men ikke i praksis	Ja, men ikke i praksis