

# Lækage af intern viden og selskabets forpligtelse

*Et børsnoteret selskab kan udsætte offentliggørelsen af intern viden, hvis en række betingelser er opfyldt. Konstaterer selskabet dog efterfølgende, at der er sket en lækage af hele eller dele af den interne viden, der er genstand for udsættelse, skal det offentliggøre denne viden hurtigst muligt.*

---

Markedsmisbrugsforordningen (MAR) indeholder en adgang til at udsætte offentliggørelse af intern viden. Finanstilsynet har beskrevet denne mulighed mere indgående på sin [hjemmeside](#). Forudsætningerne, for at udnytte udsættelsesadgangen, er, at udsættelsen tjener det børsnoterede selskabs legitime interesser, at udsættelsen ikke antages at vildlede offentligheden, og at selskabet er i stand til at sikre fortroligheden af den interne viden. Som et værn mod lækage stiller MAR krav om, at det børsnoterede selskab skal offentliggøre den interne viden hurtigst muligt, når det konstaterer, at der er sket lækage af hele eller dele af den interne viden, der er genstand for udsættelse. Det fremgår af artikel 17, stk. 7.

Formålet med denne "lækageregel" er at give offentligheden adgang til de lækkede oplysninger, der har været genstand for udsættelse, for at sikre lige adgang til information i markedet. En lækage vil nemlig typisk medføre, at en eller flere personer har fået adgang til intern viden og dermed har en informationsfordel i markedet. Intern viden kan derfor misbruges og indgå som led i insiderhandel. Når en part begår insiderhandel, vil den modsatte part i handlen blive skuffet, fordi vedkommende træffer sin beslutning på et utilstrækkeligt grundlag. I sidste ende kan insiderhandel føre til, at investorerne mister tillid til kapitalmarkedet.

Offentliggørelse af den interne viden skaber derimod informationsparitet i markedet, og handlende parter vil derfor være ligestillet.

Lækage af intern viden omfatter situationer, hvor "et rygte udtrykkeligt vedrører nogle interne oplysninger, hvis offentliggørelse er udsat i overensstemmelse med betingelserne i stk. 4 eller 5, når dette rygte er tilstrækkeligt præcist til at indikere, at fortroligheden af disse oplysninger ikke længere kan sikres". Det følger af artikel 17, stk. 7, 2. afsnit, i MAR.

Selskabet har ansvar for at vurdere og tage stilling til eventuelle rygter eller lignende, der angår selskabets forhold. Rygter kan f.eks. opstå i medierne eller på sociale fora. MAR opstiller ikke eksempler på, hvornår et rygte "udtrykkeligt vedrører nogle interne oplysninger", eller hvornår dette rygte er "tilstrækkeligt præcist" til at indikere, at fortroligheden ikke længere kan sikres. Det er derfor op til selskabet at foretage analyser og vurderinger af potentielle lækagesager og på den baggrund beslutte, om det skal offentliggøre den interne viden.

## Lækageberedskab

Finanstilsynet anbefaler, at børsnoterede selskaber iværksætter et lækageberedskab, hver gang de benytter udsættelsesadgangen. Et lækageberedskab består af interne retningslinjer og procedurer, der har til formål at fastlægge et selskabs fremgangsmåde ved behandling og håndtering af lækage af intern viden. Lækageberedskabet skal sikre, at selskabet i et lækagescenarie kan offentliggøre den interne viden hurtigst muligt.

Et lækageberedskab bør skræddersyes til det specifikke børsnoterede selskab og kan f.eks. tage sigte på at fastlægge følgende procedurer og ansvarsområder:

- Ansvar for identifikation og kvalificering af intern viden
- Ansvar for oprettelse og vedligeholdelse af insiderlister
- Ansvar for udsættelse af offentliggørelse af intern viden
- Ansvarsfordeling mellem medarbejdere, direktion og bestyrelse
- Eventuel nedsættelse af specifikke arbejdsgrupper eller komiteer, der håndterer udsættelse af offentliggørelse af intern viden (eksempelvis "disclosure comitee")
- Opstilling af forskellige lækagescenarier med tilsvarende reaktioner fra det børsnoterede selskab
- Udarbejdelse af skabelon eller udkast til lækagemeddelelse(r)
- Iværksættelse af medieovervågning
- Iværksættelse af markedsovervågning
- Eventuel involvering af relevante rådgivere
- Sikring af bemyndigelser m.v., så lækagemeddelelse kan offentliggøres hurtigst muligt.

Identifikation af en aktuel eller potentiel selskabshændelse eller selskabsrelateret oplysning, der udgør intern viden, er en forudsætning for adgang til at udsætte offentliggørelse af intern viden. Derfor skal informationen være omfattet af artikel 7 i MAR. I modsat fald er informationen fortrolig og vil dermed ikke være omfattet af oplysningsforpligtelsen i artikel 17, stk. 1.

Et effektivt lækageberedskab vil typisk også involvere medieovervågning og markedsovervågning af selskabets aktiekurs eller af afledte finansielle produkter, der har en eksponering mod det børsnoterede selskab. Medieovervågningen skal sikre, at mediernes omtale af selskabet bliver overvåget, så selskabet kan reagere på en eventuel lækage. Markedsovervågningen skal sikre, at selskabet monitorerer kursudviklingen i det tidsrum, hvori offentliggørelsen af intern viden er udsat. Alt efter den interne videns karakter eller indhold kan selskabet forudse, hvordan markedet vil reagere. Noterer selskabet sig f.eks. en øget omsætning i sine aktier, herunder en prisstigning eller et prisfald, der ikke umiddelbart er begrundet i den tilgængelige information i markedet, så kan det indikere, at der er sket lækage af intern viden.

Selskabet bør også udarbejde udkast til selskabsmeddelelser, der tager udgangspunkt i forskellige lækagescenarier. Formålet med disse scenarier er at kunne reagere hurtigt på lækkede oplysninger. Scenarierne tager udgangspunkt i en graduering af oplysningernes karakter. Selskabet forventes at offentliggøre den interne viden, der relaterer sig til et specifikt rygte. Derfor kan selskabet f.eks. nøjes med at omtale, at der er en opkøbsinteresse i selskabet, eller at der foregår forhandlinger om en større transaktion på no-name-basis, hvis der er tilstrækkeligt specifikke rygter herom i markedet uden præcis angivelse af handlens modpart. Det kan være nødvendigt at offentliggøre eventuelle yderligere oplysninger, som de specifikke rygter i markedet omfatter.

Endeligt bør selskabet sikre, at lækagemeddelelsen kan offentliggøres "hurtigst muligt". Selskabet bør derfor have interne retningslinjer og procedurer, der sigter mod et kort tidsforløb fra konstatering af lækage til offentliggørelse af lækagemeddelelse. Eksempelvis kan bestyrelsen eller direktionen give et mandat til en disclosure comitee, der bemyndiges til at offentliggøre lækagemeddelelsen efter den graduering, der foretages i lækagescenarierne. Kræver offentliggørelse af den interne viden, at

bestyrelsen bliver involveret, bør de interne retningslinjer og procedurer tage højde for, at bestyrelsen kan indkaldes og træffe beslutning i den periode, hvor offentliggørelse af den interne viden er udsat.

## Lækagemeddelelsens indhold

Typiske eksempler på rygter i markedet og lækage af intern viden er relateret til overtagelsestilbud og større transaktioner, hvor fællesnævneren er, at der er tale om processer, som involverer flere procestrin. Det kan derfor være nødvendigt og velbegrundet at udsætte offentliggørelsen af intern viden.

På den ene side vil selskabet være interesseret i at sikre fortroligheden af de interne oplysninger med henblik på at sikre en fortrolig proces og fastholde sin forhandlingsposition. På den anden side er selskabet forpligtet til at sikre offentliggørelse af den udsatte interne viden, hvis det konstaterer lækage. Det er ikke en betingelse i artikel 17, stk. 7, i MAR, at lækagen skal stamme fra selskabet eller andre personer, der handler på selskabets vegne. Derfor kan det børsnoterede selskab godt risikere, at der sker lækage af intern viden fra en modpart i en transaktion. Er det tilfældet, vil lækagereglen i artikel 17, stk. 7, i MAR stadig blive aktiveret, og selskabet vil være forpligtet til at offentliggøre den interne viden hurtigst muligt.

Kilden til lækage vil typisk være medier eller internetfora, hvor det børsnoterede selskab kan konstatere rygter eller omtale af information, der er intern viden i selskabet. I sådanne tilfælde bør selskabet følge sine interne procedurer og retningslinjer med henblik på at sikre en hurtig vurdering af det givne rygte. Er der helt åbenlyst tale om løse rygter og gisninger, vil artikel 17, stk. 7, i MAR ikke blive aktiveret. Er der derimod tale om et tilstrækkeligt præcist rygte, bør selskabet vurdere rygtets indhold ud fra lækagescenerierne og vurdere, hvilket indhold lækagemeddelelsen skal have for bedst at efterleve MAR.

Lækagemeddelelsen skal overholde artikel 17, stk. 1, i MAR og dermed sikre, at offentligheden får adgang til en fuldstændig, korrekt og rettidig vurdering af den interne viden. Finanstilsynet har tidligere givet en række råd, der kan findes på Finanstilsynets [hjemmeside](#). Selskabet bør have fokus på at offentliggøre den interne viden på en måde, så offentligheden let kan forstå indholdet og benytte informationen til at træffe investeringsbeslutninger. Derfor bør selskabet også gøre det klart, om der er tale om igangværende forhandlinger, hvis resultat ikke er kendt, eller give lignende information, der letter investorernes forståelse af indholdet. Selskabet bør også bestræbe sig på at sikre, at der sker en løbende opfølgning i markedet, så offentligheden holdes orienteret, eksempelvis om, at en forhandlingsproces bliver afbrudt.

Tidsrummet fra, at selskabet identificerer og konstaterer en lækage af intern viden, og frem til, at selskabet offentliggør denne viden, skal være så kort som muligt. Finanstilsynet kan ikke give klare henstillinger, da tidsrummet i høj grad vil bero på det enkelte selskabs interne procedurer. Generelt bør der dog ikke gå flere timer, da det sandsynligvis ikke ville blive betragtet som offentliggørelse "hurtigst muligt".

### Eksempel 1:

Den 20. juni 2018 indledte den børsnoterede fodboldklub Korsbæk Idrætsforening (KIF) seriøse forhandlinger med konkurrenten FC Graabølle om en af KIF's højtprofilerede fodboldspillere. Senere samme dag indgik klubberne en transferaftale, der bl.a. var betinget af et lægetjek, og af at KIF's

bestyrelse ville godkende aftalen. Transferaftalen vedrørte salget af den højtprofilerede spiller Mads Arnesen til 25 mio. kr. Oplysningerne om forhandlingerne udgjorde intern viden, og KIF valgte derfor at udsætte offentliggørelsen af oplysningerne.

Dagen efter, den 21. juni 2018 kl. 10:02, offentliggjorde bold.dk en nyhedsartikel med overskriften: "FC Graabølle vil købe Mads Arnesen for et historisk beløb". Det fremgik af artiklen, at FC Graabølle og Korsbæk IF ifølge bold.dk's kilder havde haft seriøse forhandlinger om Mads Arnesen de seneste par dage, og at FC Graabølle stod klar med et beløb på omkring 23 mio. kr. – et beløb, som var i overensstemmelse med KIF's egne forventninger. Kl. 11:20 samme dag blev KIF opmærksomme på artiklen på bold.dk. Oplysningerne i artiklen var så tilstrækkeligt præcise, at det indikerede, at fortroligheden omkring forhandlingerne ikke længere kunne sikres. KIF valgte derfor at reagere på lækket hurtigst muligt ved at kommentere de lækkede oplysninger, herunder køberklub, fodboldspiller og salgspris.

### **Eksempel 2:**

I starten af marts 2020 blev bestyrelsen i det børsnoterede selskab Techno Solutions A/S (TS) kontaktet af kapitalfonden Technology Invest A/S (TI), der ønskede at fremsætte et overtagelsestilbud på 100 pct. af aktierne i Techno Solutions A/S. TS havde generelt klaret sig godt på markedet, men en række finansanalytikere var skuffede over, at kursen ikke havde udviklet sig i en mere positiv retning i det forgangne år. Den 6. marts 2020 blev henvendelsen fulgt op af et skriftligt tilbud med indikation på overtagelseskurs, TI's langsigtede strategi for TS efter afnotering, finansiering og fastholdelse af en række ledende medarbejdere. Straks efter TS' modtagelse af interessetilkendegivelsen kvitterede TS overfor TI. Herefter valgte TS at kvalificere oplysningerne som intern viden og udsætte offentliggørelsen af dem, da TS havde brug for fortrolighed og tid til at vurdere interessetilkendegivelsen. Ledelsen i TS iværksatte en udsættelseslog og orienterede en række nøglemedarbejdere, der samtidig blev anført på en hændelsesbaseret insiderliste benævnt "Project Takeover". Desuden udarbejdede TS et lækageberedskab, der bestod af en række lækagescenarier og flere udkast til lækagemeddelelser. Lækagemeddelelserne var gradueret i forskellige kategorier som:

- 1) løse rygter og spekulationer om TS af generel karakter → ingen reaktion
- 2) rygter om en uspecificeret opkøbsinteresse i TS → lækagemeddelelse uden at nævne TI
- 3) specifikke rygter angående TI's interessetilkendegivelse med oplysninger om f.eks. pris, finansiering og fastholdelse af ledelse → lækagemeddelelse med benævnelse af TI.

Den 10. marts 2020 ringede en journalist fra finansmediet Investeringsbladet til bestyrelsesformanden i TS og spurgte ind til rygter om, at TI havde indsendt en interessetilkendegivelse om at opkøbe hele selskabet. Journalisten fortalte, at han var ved at skrive en artikel om rygterne, og bad bestyrelsesformanden om en udtalelse om, hvorvidt der var tale om et godt tilbud, og hvorvidt bestyrelsen ville anbefale aktionærerne at tage imod tilbuddet. Journalisten fortalte også, at han havde hørt rygter om en række oplysninger fra interessetilkendegivelsen og agtede at skrive om disse i sin artikel. Journalisten kunne opremse TI's udkast til pris, finansiering og fastholdelse af visse ledende medarbejdere. Bestyrelsesformanden nægtede at udtale sig, og journalisten orienterede bestyrelsesformanden om, at der forventeligt ville blive offentliggjort en artikel om interessetilkendegivelsen samme aften. Bestyrelsesformanden kontaktede med det samme resten af bestyrelsen og orienterede om journalistens henvendelse. Bestyrelsens medlemmer blev enige om, at der var tale om et lækagescenarie i kategori C, da henvendelsen var meget specifik. Snarest herefter udsendte selskabet en lækagemeddelelse, hvori de kommenterede de aktuelle rygter om en

opkøbsinteresse fra TI, der lå i prisniveauet X. I forlængelse af dette anførte TS, at interessetilkendegivelsen var på et tidligt stadie, og at der derfor ikke var sikkerhed for udfaldet af et potentielt overtagelsestilbud. TS valgte ikke at omtale oplysningerne om finansiering og fastholdelse af ledende medarbejdere, da disse oplysninger ikke havde karakter af intern viden.