



CLARKSONS SECURITIES AS  
Munkedamsveien 62C  
0270 OSLO

VÅR REFERANSE  
24/1371

DERES REFERANSE

DATO  
09.04.2024

## Markedssonderinger og spredning av insideinformasjon

### 1. INNLEDNING

Finanstilsynet har gjennomført et dokumentbasert tematisyn i Clarksons Securities AS (heretter omtalt som Foretaket) knyttet til Foretakets rolle som tilrettelegger og plasserer i utvalgte emisjonsprosesser på Oslo Børs (regulert marked) og Euronext Growth Oslo (multilateral handelsfasilitet) gjennomført i 2022 (Tematisynet). Tematisynet omfattet blant annet Foretakets rådgivning og opplysninger til utstederkunden, gjennomføring av markedssonderinger, føring av innsidelister og dokumentasjon av kommunikasjon med utstederkunden. Finanstilsynet viser i denne forbindelse til tilsynsrapport fra Tematisynet datert 25. januar 2024 (Tilsynsrapporten)<sup>1</sup>. Som følge av funn og observasjoner gjort i forbindelse med Tematisynet, ble deler av tematikken knyttet til Foretakets gjennomføring av markedssonderinger i forbindelse med en av de utvalgte emisjonsprosessene skilt ut som et eget tema, og ble ikke behandlet i Tilsynsrapporten. Sistnevnte tematikk behandles nærmere i det følgende.

I forbindelse med Tematisynet mottok Foretaket Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 30. oktober 2023 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 29. november 2023 (Tilsvaret). Etter ferdigstillelse av Tilsynsrapporten stilte Finanstilsynet flere oppfølgingsspørsmål og ba om en ytterligere redegjørelse fra Foretaket knyttet til gjennomføringen av markedssonderingen i Borr Drilling Limited (Borr) i august 2022. Finanstilsynet mottok Foretakets svar 2. februar 2024 (Supplerende Tilsvar).

Kopi av denne tilsynsrapporten bes sendt Foretakets revisor.

### 2. MARKEDSSONDERINGER OG SPREDNING AV INNSIDEINFORMASJON

#### 2.1 Rettslig grunnlag

Det oppstilles i forordning (EU) nr. 596/2014 (markedsmisbruksforordningen, heretter betegnet MAR), jf. verdipapirhandelloven (vphl.) § 3-1 (1), og tilhørende underrettsakter, detaljerte regler for gjennomføring og dokumentasjon av markedssonderinger. I henhold til MAR art. 2 nr. 1 (a) og (b) får forordningen anvendelse på finansielle instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet (MHF), eller som er søkt opptatt til handel på regulert marked eller MHF. Reglene i MAR gjelder uavhengig av hvor aktøren oppholder seg eller har hovedsete. Avgjørende etter MAR art. 2 nr. 4 er om en eventuell forordningsstridig handling har skjedd i tilknytning til et finansielt instrument.

Etter MAR artikkel 11 er markedssonderinger definert som formidling av opplysninger til en eller flere potensielle investorer før offentliggjøring av en transaksjon for å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon og vilkårene for den (som for eksempel potensiell størrelse eller prissetting). I forkant av gjennomføringen av en markedssondering skal det etter MAR art. 11 nr. 3 vurderes hvorvidt markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon (som definert i MAR art. 7). Denne vurderingen skal dokumenteres og begrunnes.

En tredjepart som opptrer på vegne av utsteder eller for utsteders regning, og som legger frem opplysninger i forbindelse med en markedssondering, er definert som en "markedsdeltaker som formidler informasjon", jf. MAR art. 3 nr. 1 (32). Markedsdeltakere som formidler informasjon, er underlagt en rekke plikter etter MAR art. 11, herunder nr. 5 om innhenting av samtykke til å motta innsideinformasjon fra mottakere av markedssonderingen, samt opplysningsplikt overfor mottakeren om relevante regler som aktualiseres, jf. nr. 5 a)-d). Pliktene etter MAR art. 11 er utdypet gjennom kommisjonsforordningene (EU) 2016/959 og (EU) 2016/960, jf. vpf. § 3-1 (5) og (6).

Reglene om markedssondering er en såkalt "*safe harbour*" fra forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon etter MAR artikkel 14 bokstav c, jf. artikkel 10 nr. 1. Nærmere bestemt innebærer dette at markedssondering som gjøres i henhold til disse reglene, ikke skal være å anse som overtredelse av forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 11 nr. 4. Dersom reglene ikke overholdes vil markedssonderingen ikke omfattes av "safe harbour"-unntaket, og det vil være en risiko for at markedssonderingen kan anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon.

Det følger detaljerte krav til gjennomføringen av markedssonderingene i kommisjonsforordning (EU) 2016/960. Av artikkel 3 fremgår det blant annet at markedsdeltakere som formidler informasjon skal ha innført fremgangsmåter for å utveksle et standardisert sett av opplysninger, i en forhåndsfastsatt rekkefølge, til mottakere av markedssonderingen, jf. artikkel 3 nr. 1. Etter artikkel 3 nr. 2 skal det standardiserte settet av opplysninger benyttes overfor alle mottakere av markedssonderingen. Formålet med reglene er å sikre at samtlige potensielle investorer mottar den samme, begrensede informasjonen i markedssonderingen.

Markedsdeltakere som formidler informasjon skal, dersom det anses at markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon, sørge for at det standardiserte settet av opplysninger er innholdsmessig i samsvar med kravene som fremgår av art. 3 nr. 3 bokstav a-h og at opplysningene gis i den angitte rekkefølgen.

MAR artikkel 14 bokstav c forbyr som nevnt ulovlig spredning av innsideinformasjon. Overtredelse av forbudet i MAR artikkel 14 bokstav c kan medføre overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-1 (1). Bestemmelsen rammer forsettlige og uaktsomme overtredelser jf. vphl. § 21-9, se også forvaltningsloven § 46. Hva som regnes som ulovlig spredning av innsideinformasjon er utdypet i MAR art. 10 nr. 1. Bestemmelsen fastsetter at ulovlig spredning anses å foreligge når en person besitter innsideinformasjon og sprer informasjon til en annen person, med mindre spredningen skjer som ledd i den "normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser".

Innsideinformasjon er i MAR art. 7 nr. 1 a) definert som "Presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort".

## 2.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Dokumentasjon Finanstilsynet har mottatt og gjennomgått viser at markedssonderinger i forbindelse med emisjonen i Borr ble gjennomført av Foretaket fra 8. august 2022 (med unntak av et par investorer som ble wallcrosset 5. august 2022), og ble avsluttet før offentliggjøring av transaksjonen kl. 22:49 den 9. august 2022. De fleste potensielle investorene mottok forespørsel om deltakelse i markedssonderinger og mottak av innsideinformasjon i form av en standardisert e-post. Enkelte investorer ble fulgt opp på telefon.

I den standardiserte e-posten som ble sendt til potensielle investorer opplyste Foretaket at det ønsker å involvere vedkommende i en markedssondering knyttet til “[...] *highly confidential and price-sensitive information relating to certain securities of a certain issuer that is a listed drilling company, including a proposed upcoming offering of common shares, and your potential participation in the transaction. Other than the common shares and a series of convertible bonds, the company does not have other listed financial instruments. (...) However, we will only provide such upon your express agreement to the following:*

- *to treat the information we provide as confidential (other than in response to a request by any regulatory authority, court or tribunal, or as required under any law or regulation);*
- *to restrict such information to your legal compliance group if, upon being advised of the issuer, your firm determines that it does not want to participate in this process and, if such information is not restricted to your legal compliance group, to comply with your obligations under the applicable securities laws, including but not limited to U.S. federal securities laws and EU Market Abuse Regulations ((EU) 596/2014 or “MAR”), including those requiring that you restrict sales, trading, research or other transactions by your firm in the securities of this issuer or its affiliates until such information is disclosed to the public by the issuer (or is determined by the issuer to no longer be material); the company has agreed that it will, no later than 11:59 p.m. (New York time) on August 11, 2022, publicly disclose any confidential information provided to you that as of that date and time constitutes “material, non-public information” (...); and*
- *your confirmation of this agreement in an email that we will send to you.*

*You will receive information that we consider to be inside information within the meaning of applicable securities laws (...).*

*We need to inform you about the obligations imposed on insiders. You are prohibited from using this information, or attempting to use this information, to acquire or dispose of (directly or indirectly) financial instruments relating to this information either on your own account or on behalf of someone else. You must not use this information, or attempt to use this information, by cancelling or amending any order which you have already placed concerning a financial instrument to which this information relates. You must keep this information strictly confidential and your firm must act in accordance with all relevant securities laws and your firm’s internal policies. If you wall cross further persons within your entity we expect that you maintain your own list of insiders and don’t have to notify us about any further wall crossing.*

*Do you agree to receive the confidential information on this basis and are you authorized to enter into such an agreement on behalf of your firm? If so, please reply by email (including the text of this*

*email in your response) confirming this conversation and these obligations (...)*" (Finanstilsynets understrekning).

Finanstilsynet kommenterte flere forhold knyttet til Foretakets gjennomføring av markedssonderinger i forbindelse med Borr-emisjonen i Rapporten, men trakk særlig frem to hendelser:

- I e-postutveksling mellom Foretakets megler (Megler1) og investor (Investor1, ansatt i Investorselskap1) den 9. august 2022 gis det informasjon om navnet på utsteder (Borr) før investor aksepterer å delta i markedssonderingen, se nærmere om dette nedenfor.
- I e-postutveksling mellom Foretakets megler (Megler2) og investor (Investor2, ansatt i Investorselskap2) den 5. august 2022 kl. 09:58 oversender Megler2 den initielle e-posten med tillegsspørsmålet "[...]Can we wallcross you in a listed Oil Service company?[..]". I telefonsamtale mellom Megler2 og Investor2 senere samme dag kl. 11:47 gis det informasjon om navnet på utsteder (Borr) før investor aksepterte å delta i markedssonderingen, se nærmere om dette nedenfor.

#### E-post korrespondanse med Investor1

Finanstilsynet har som nevnt blitt forelagt e-poster mellom Megler1 og Investor1. E-postkorrespondansen gjengitt under er datert 9. august 2022.

- I en e-post sendt kl. 17:38, skriver Investor1 blant annet: "*We have a process that we follow with respect to these requests. Prior to disclosing any information to [Investorselskap1], I need you to first disclose only the name of the public company involved in the proposed transaction to me. I will only share it with my Chief Financial Officer and Chief Compliance Officer. We will not disclose the name to any other person at [Investeringsselskap1]. If we determine that we wish to proceed with discussions with you, we will notify you (...).*"
- Megler1 svarer kl. 17:54 at markedssonderingsskriptet må følges før navnet kan sendes. Megler1 oversender deretter skriptet hvor det fremgår at korrespondansen gjelder "*some highly confidential and price-sensitive information relating to certain securities of a certain issuer that is a listed drilling company, including a proposed upcoming offering of common shares*".
- Investor1 skriver i en e-post kl. 17:56: "*No (...). You need to follow our process. We want the name and only the name to start. I don't want any materials form you until we have agreed that we will move forward.*"
- I en ny e-post kl. 17:57 gjentar Megler1 at navnet på utsteder ikke kan gis før Investor1 godkjenner skriptet. Investor1 svarer kl. 17:58: "*Nope. We do not agree that the name itself is sensitive information, etc. I will only agree to the script below once I am comfortable restricting [Investorselskap1], which I cannot do before I know the name.*" Megler1 svarer kl. 18:06 "*I understand, the name is Borr Drilling Limited*". Klokken 18:38 aksepterer Investor1 å motta den konfidensielle informasjonen.

Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering, utgjorde innholdet i den siste e-posten fra Megler1 til Investor1 ulovlig spredning av innsideinformasjon. E-posten må ses i lys av at Investorselskap1 allerede var blitt gjort kjent med at den aktuelle utstederen var i en emisjonsprosess.

### Korrespondanse med Investor2

Finanstilsynet har fått tilsendt e-postkorrespondanse mellom ansatte i Foretaket og ansatte i Investorselskap2, herunder korrespondanse i perioden fra 14. juli 2022 – dagen Borr publiserte en børs melding hvor det informeres om en potensiell egenkapitaltransaksjon – og frem til markedssonderingen ble påbegynt 5. august 2022. Foretaket har i denne perioden dialog med Investorselskap2 om deres mulige deltakelse i en slik egenkapitaltransaksjon, og det blir diskutert og planlagt en call mellom Investorselskap2 og management i Borr.

Finanstilsynet har som nevnt også mottatt telefonsamtaler mellom Megler2 og Investor2. Telefonsamtalen referert under fant sted 5. august 2022 kl. 11:47.

- I løpet av telefonsamtalen sier Megler2 "[...] I just recieved a wallcross-script, so maybe I can send that over to you so you have it? It is not giving you the name, but do you want me to give the name? Because we know you are legal, so that's fine [...]".
- Til dette svarer Investor2 "Yeah. Is it Borr Drilling?", hvorpå Megler2 bekrefter ved å si "Yeah, correct".

Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering, utgjorde opplysningene som ble gitt i telefonsamtalen fra Megler2 til Investor2 ulovlig spredning av innsideinformasjon. Dette må ses i lys av at investorselskapet - hvor Investor2 er ansatt - allerede hadde blitt involvert i samtaler om mulig deltakelse i en egenkapitaltransaksjon i Borr.

### Finanstilsynets foreløpige vurderinger - innsideinformasjon

Definisjonen av innsideinformasjon i MAR art. 7 består av tre elementer: i) et presisjonsvilkår, ii) et konfidensialitetsvilkår, og iii) et kurspåvirkningsvilkår. Finanstilsynet anså at navnet til utsteder (Borr) oppfylte alle de tre vilkårene på tidspunktet for den siste e-posten og telefonsamtalen gjengitt over, sett i lys av at Foretaket tidligere hadde delt med Investorselskap1 at henvendelsen gjaldt "[...] a proposed upcoming offering of common shares [...]"., samt at Investorselskap2 tidligere hadde vært involvert i samtaler om en mulig deltakelse i en egenkapitaltransaksjon i Borr.

For kurspåvirkningsvilkåret er det sentrale hva en "reasonable investor would be likely to use as part of the basis of his or her investment decisions", jf. MAR artikkel 7 nr. 4. Finanstilsynet viste til at en rettet emisjon erfaringsmessig fører til kursnedgang i etterkant av at emisjonen er gjennomført. Etter Finanstilsynets oppfatning vil opplysninger om at en utsteder gjennomfører markedssonderinger for å vurdere interessen for en rettet emisjon, være noe en fornuftig investor normalt tar i betraktning ved sin investeringsbeslutning fordi informasjonen kan antyde en forhøyet risiko for kursnedgang.

Når det gjelder presisjonsvilkåret, er dette presisert i MAR artikkel 7 nr. 2 som at opplysningene må indikere omstendigheter som er "specific enough to enable a conclusion to be drawn as to the possible effect of that set of circumstances or event on the prices of the financial instruments [...]". Vilåret er ment å avgrense mot rykter og spekulasjoner. Det følger av MAR art. 7 nr. 3 at informasjon om mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn kan anses som innsideinformasjon. At en utsteder har iverksatt en emisjonsprosess, kan med andre ord oppfylle presisjonsvilkåret. Etter Finanstilsynets foreløpige vurdering var vilåret oppfylt i de to ovennevnte sakene fordi den vanlige effekten av en emisjon som nevnt er kursnedgang. Dermed var opplysningene om navnet på utsteder (Borr) – sett i sammenheng med det øvrige informasjonsbildet – tilstrekkelig spesifikk til at en investor kan konkludere med at det er risiko for at kursen vil gå ned.

For det tredje viste Finanstilsynet til at navnet på utsteder (Borr) ikke var offentliggjort på tidspunktet det ble delt på e-post eller under telefonsamtalen av de to meglerne i Foretaket. Vilåret om at

informasjonen "*has not been made public*" i MAR artikkel 7 nr. 1 - offentlighetsvilkåret - var i utgangspunktet dermed også oppfylt.

På denne bakgrunn var Finanstilsynets foreløpige vurdering - i likhet med Foretakets og utsteders egne vurderinger - at opplysningene om navnet på utsteder (Borr) var innsideinformasjon i henhold til MAR artikkel 7 på det tidspunktet og i den konteksten meglerne i Foretaket spredte opplysningen til ansatte i de to investorselskapene.

Finanstilsynet presiserte at det ikke kan tillegges vekt at Investor1 var uenig i at utsteders navn var sensitiv informasjon. Det understreket at vilkårene i MAR artikkel 7 er objektive, og ikke åpner for at en tilrettelegger kan dele innsideinformasjon fordi mottakerens subjektive oppfatning er at opplysningene ikke er innsideinformasjon. Finanstilsynet viste også til at Kommisjonsforordning 2016/960, som angir en fremgangsmåte og mal for markedssonderinger, heller ikke åpner for å avvike reglene i MAR basert på mottakers subjektive oppfatning.

#### Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det følger som nevnt av MAR artikkel 11 nr. 4 at spredning av innsideinformasjon vil være lovlig dersom spredningen følger regimet for markedssonderinger i MAR artikkel 11 nr. 3 og nr. 5. Reglene om markedssonderinger utgjør som nevnt en "safe harbour" fra forbudet i MAR artikkel 14 bokstav c. Finanstilsynet redegjorde i Rapporten for at navnet til utsteder (Borr) var innsideinformasjon på tidspunktet for telefonsamtalen mellom Foretaket og Investorselskap2 den 5. august 2022 og på tidspunktet for e-postutvekslingen mellom Foretaket og Investorselskap1 den 9. august 2022, jf. MAR artikkel 7. Finanstilsynet understreket også at dette var i tråd med Foretakets egne vurderinger. Finanstilsynet viste også til børsmelding offentliggjort 9. august 2022 hvor det fremgår at informasjonen også ble behandlet som innsideinformasjon av utsteder (Borr)<sup>2</sup>.

Finanstilsynet kunne ikke se at fremgangsmåten i dette tilfellet omfattes av unntaket i MAR artikkel 11. Det følger av artikkel 11 nr. 5 at den som gjennomfører en markedssondering blant annet må "*obtain the consent*" fra den som markedssonderingen retter seg mot "*before making the disclosure*" av innsideinformasjon. Slik Finanstilsynet oppfattet det, motsatte Investor1 seg uttrykkelig å være med i markedssonderingen før vedkommende fikk fullstendig navn på utsteder. Foretaket hadde dermed ikke "*obtain[ed] the consent*" fra Investorselskap1 i henhold til MAR artikkel 11 nr. 5. Tilsvarende gjelder for Investorselskap2.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at spredningen av innsideinformasjon i disse tilfellene var ulovlig, jf. MAR artikkel 14 bokstav c, jf. artikkel 10.

Finanstilsynet skrev at det så svært alvorlig på forholdene redegjort for i det foregående. Finanstilsynet fant det skjerpene at det, til tross for at det kun var et begrenset antall emisjoner som ble gjennomgått i Tematilsynet, oppdaget to tilfeller hvor ansatte i Foretaket oppgir fullstendig navn på utsteder før de potensielle investorene har akseptert å delta i markedssonderingen og å motta innsideinformasjon.

## 2.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret og Supplerende Tilsvaer

Foretaket viser i Tilsvaret til at det i de ovennevnte tilfellene "[...] kun er gitt slik informasjon til en isolert «gatekeeper» representert ved legal eller compliance hos institusjonelle kunder. Krav om slik ytterligere informasjon fra en gatekeeper kommer typisk fra større europeiske og amerikanske institusjoner og er etter Foretakets oppfatning etablert markedspraksis. Prosessen starter normalt med at Foretakets megler kontakter kunden, normalt en porteføljeforvalter, med forespørsel om kunden ønsker å delta i en markedssondering. Porteføljeforvalteren anmoder da foretaket om først å rette en henvendelse til deres legal-eller compliance-funksjon. Gatekeeper kontaktes så av enten megler selv eller Foretakets compliance. Dersom gatekeeper aksepterer markedssonderingen, bekreftes dette skriftlig og megler gis anledning til å kontakte navngitte ansatte hos kunden. (...)."

Foretaket presiserer i sitt Supplerende Tilsvaer, på spørsmål fra Finanstilsynet, at det med "isolert gatekeeper" sikter til en identifisert person utpekt som kontaktpunkt for å motta markedssonderinger og foreta den innsidevurderingen som mottaker av markedssondering er forpliktet til å foreta. Foretaket understreker at det kun kontakter en slik identifisert gatekeeper etter uttrykkelig instruks fra en institusjonell kunde som inviteres til å delta i en markedssondering. Foretaket skriver videre at "en gatekeeper vil normalt være en ledende ansatt på legal eller compliance hos institusjoner som det forutsettes at har klare informasjonssperrer mot institusjonens øvrige virksomhet" og at informasjonen om markedssonderingen ble delt til "utpekte personer hos kundene (..) som må forutsettes å kjenne til reguleringen av markedssonderinger".

Foretaket er videre enig i Finanstilsynets vurdering av at navnet på utsteder (Borr) i denne konkrete transaksjonen, sammen med den standardiserte teksten, var å regne som innsideinformasjon.

Foretaket understreker at det ikke deler Investor1 sin forståelse av at dette ikke utgjorde innsideinformasjon, men at hver part må gjøre sin vurdering av om de kan besitte innsideinformasjon. Foretaket erkjenner at "[...] uenigheten mellom CS [Foretaket] og kunden vedrørende innsidevurderingen skulle etter Foretakets rutiner medført at Foretaket ikke ga navnet på utsteder til [kundens] gatekeeper". Foretaket opplyser videre at dialogen med Investor1 ble oversendt til Foretakets compliance-avdeling for å innhente samtykke til å gi slik informasjon, men at de ikke har dokumentasjon på at internt samtykke ble gitt fra compliance. Finanstilsynet registrerer at dette ikke er i samsvar med opplysningene Foretaket opprinnelig ga i Tilsvaret om at delingen av informasjonen med Investor1 var "godkjent av Foretaket" før den ansatte delte informasjonen.

Foretaket bekrefter at kravet til skriftlig samtykke til å motta innsideinformasjon gjelder på vanlig måte for gatekeepere. Foretaket slutter seg også til Finanstilsynets vurdering om at det ikke var mottatt aksept til å motta innsideinformasjon før de aktuelle ansatte ga navnet på utsteder til de to respektive gatekeeperne, og at dette utgjorde brudd på Foretakets rutiner.

Foretaket fremholder imidlertid at manglende overholdelse av markedssonderingsregimet i MAR artikkel 11 ikke uten videre medfører at innsideinformasjon har blitt delt i strid med forbudet mot spredning av innsideinformasjon i MAR artikkel 10. Foretaket viser i denne forbindelse til at innsideinformasjonen ble delt av ansatte som har som oppgave å gjennomføre markedssonderinger til utpekte personer hos kundene som har som oppgave å motta markedssonderinger. I begge tilfeller ble navnet på utsteder delt på anmodning fra kunden og etter at kunden ble gjort kjent med sonderingen innebar deling av innsideinformasjon. Foretakets oppfatning er dermed at meglerne i begge tilfellene formidlet informasjonen som ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid eller yrke etter MAR art. 10 nr. 1.

Endelig skriver Foretaket at det ser alvorlig på rutinebruddene, og viser til at det er iverksatt en rekke tiltak knyttet til rutiner, systemer, praksis og opplæring av ansatte vedrørende behandling av innsideinformasjon og gjennomføring av markedssonderinger. Foretaket har i tillegg styrket sin complianceavdeling ytterligere gjennom ansettelse av flere ressurser. Foretaket understreker at dette arbeidet ble påbegynt før henvendelsen om Tematilsynet fra Finanstilsynet.

## 2.4 Finanstilsynets konklusjon

Det sentrale formålet med forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon er å bidra til å skape tillit til markedet, og sikre at markedet som sådan beskyttes, i tillegg til å beskytte øvrige medkontrahenter og utstedere. Et vesentlig premiss for å sørge for en slik beskyttelse er blant annet at samtlige deltakere i en markedssondering mottar den samme, begrensede informasjonen før de eventuelt aksepterer å motta innsideinformasjon. Finanstilsynet presiserer også viktigheten av at det kun er personer med et saklig og velbegrunnet behov for innsideinformasjon som skal gis tilgang til slike opplysninger.

Finanstilsynet deler ikke Foretakets oppfatning om at innsideinformasjonen i forbindelse med emisjonen i Borr - herunder navnet på utsteder - er formidlet av de to ansatte i Foretaket "*som ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid eller yrke*" etter MAR art. 10 nr. 1. Etter Finanstilsynets forståelse ligger det i begrepet "normal utøvelse" at formidlingen av innsideinformasjon må skje på en slik måte at faren for misbruk begrenses og ikke setter mottaker i en ufrivillig innsidesituasjon. Hvilke tiltak som må iverksettes må vurderes konkret. Et klart minimum i en sonderingsprosess er at mottaker gir en klar og utvetydig aksept til å ta imot innsideinformasjon. Dette må skje på en dokumenterbar måte. Finanstilsynet understreker at dette gjelder uavhengig av om mottakeren er en såkalt gatekeeper. Som redegjørelsen over viser, ble det ikke mottatt et slikt samtykke i relasjon til Investor1 og Investor 2. Dersom det kan reises tvil om mottakeren aksepterer å motta innsideinformasjon – slik situasjonen var i de to nevnte sakene – forventer Finanstilsynet at verdipapirforetakene *avstår* fra å dele innsideinformasjon. Finanstilsynet presiserer at dette burde vært gjort av Foretaket i nærværende sak, og i særdeleshet når mottaker uttaler at informasjonen ikke var å anse som innsideinformasjon selv om vedkommende ville behandle navnet på utsteder som innsideinformasjon. Forholdet utgjør også et brudd på Foretakets interne rutiner. Finanstilsynet finner det kritikkverdig at delingen av innsideinformasjon med Investor1 etter Foretakets eget utsagn var "godkjent" av Foretakets compliancefunksjon *før* megler delte informasjonen om utsteders navn.

Finanstilsynet presiserer videre at foretakene ikke ukritisk kan "forutsette" at gatekeepers har klare informasjonssperrer og kjenner reguleringen av markedssonderinger, slik Foretaket viser til. Finanstilsynet forventer at foretakene får bekreftet at personen som utgir seg for å fungere som gatekeeper faktisk innehar denne funksjonen, se kommisjonsforordning (EU) 2016/960, art. 3 (c), jf. vpf. § 3-1 (5).

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i forbindelse med markedssonderingen i Borr og i relasjon til de to investorkundene redegjort for i det foregående, ulovlig har spredd innsideinformasjon, jf. MAR art. 10 nr. 1, se art. 14 bokstav c og art. 11 nr. 4. Når Finanstilsynet nøyer seg med å gi kritikk har det vektlagt at investorkundene var kjent med at sonderingen innebar deling av innsideinformasjon og de forpliktelsene dette innebar. Videre er det lagt vekt på Foretakets opplysninger om at det har iverksatt og implementert en rekke omfattende tiltak knyttet til blant annet behandling av innsideinformasjon og gjennomføring av markedssonderinger, som i sum skal redusere



risikoen for fremtidige regelbrudd på dette området. Finanstilsynet anser likevel forholdet som alvorlig, og forventer at Foretaket vil ha et særlig fokus på dette området i tiden fremover.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen  
seksjonssjef

Pernille Engelstad Hole  
tilsynsrådgiver

*Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.*