



VAR REFERANSE
23/12548

DERES REFERANSE

DATO
16.09.2024

Vedtak om ileggelse av overtredelsesgebyr

1. Innledning

Det vises til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr av 5. juni 2024, ditt svar i e-post av 27. juni 2024 og øvrig korrespondanse relatert til saken.

Finanstilsynet har gjennomført undersøkelser av handler som er gjennomført av deg i Lokotech Group AS-aksjen (NO0010921299) i for- og etterkant av at du publiserte en artikkel om selskapet. Selskapet byttet navn fra Harmonychain AS til Lokotech Group AS 26. oktober 2023 og omtales heretter som LOKO, med unntak av ett tilfelle hvor selskapet ut fra sammenhengen omtales som Harmonychain.

Finanstilsynet har konkludert med at det foreligger overtredelser av forbudet mot markedsmanipulasjon etter markedsmisbruksforordningen¹ (MAR) artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 b).

Finanstilsynet har derfor besluttet å ilegge deg et overtredelsesgebyr på 300 000 kroner for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon, jf. vphl. §§ 21-1 og 21-9.

2. Sakens rettslige utgangspunkter

Det følger av vphl. § 3-1 første ledd at MAR med visse tilpasninger som følger av EØS-avtalen vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig, gjelder som lov i Norge.

Etter MAR artikkel 15 er markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon forbudt. Etter MAR artikkel 12 nr. 1 omfatter markedsmanipulasjon blant annet:

“b. Inngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre samt enhver annen handling eller atferd som påvirker eller er egnet til å påvirke kursen på ett eller flere finansielle instrumenter [...], der det benyttes falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn.”

Vedlegg I til MAR lister i bokstav B opp indikatorer på manipulerende atferd i tilknytning til *“anvendelsen av falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn”*:

¹ Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2014 om markedsmisbruk ("markedsmisbruksforordningen") er gjennomført i verdipapirhandelloven (vphl.), jf. vphl. § 3-1.

“a) Om handelsordrer er gitt eller transaksjoner utført av personer før eller etter at samme personer har utbredt falske eller villedende opplysninger.

b) Om handelsordrer er gitt eller transaksjoner utført av personer før eller etter at samme personer har utarbeidet eller formidlet investeringsanbefalinger som er feilaktige, tendensiøse eller beviselig påvirket av vesentlige interesser”.

Det følger av vphl. § 3-4 at forbudet mot markedsmanipulasjon også gjelder for fysisk person som for en juridisk persons regning deltar i beslutninger om å gjennomføre slike handlinger.

Etter vphl. § 21-1 første ledd kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon. For fysiske personer kan gebyret settes til inntil 43 millioner kroner, jf. vphl. § 21-1 annet ledd. Vilåårene for å ilegge overtredelsesgebyr fremgår av vphl. § 21-9. Fysiske personer kan ilegges overtredelsesgebyr for forsettlige eller uaktsomme overtredelser. Ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmålingen fremgår det videre av vphl. § 21-14 at det kan tas hensyn til følgende:

1. overtredelsens grovhet og varighet,
2. graden av skyld hos overtrederen,
3. overtrederens finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
4. oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
5. tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
6. vilje til å samarbeide med myndighetene,
7. tidligere overtredelser,
8. forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd (foretak),
9. andre relevante forhold.

3. Sakens bakgrunn

3.1 Bakgrunnsinformasjon om LOKO

LOKO ble tatt opp til handel den 19. mai 2021 på handelsplassen Euronext Growth Oslo.

Den 16. oktober kl. 11:00 offentliggjorde LOKO at selskapet 18. oktober 2023 kl. 10:00 ville avholde en webcast hvor en oppdatering knyttet til verifisering av prototype av kretskort og informasjon om lansering av forhåndssalgperiode ville bli gitt.

LOKO offentliggjorde 18. oktober 2023 kl. 8:00 presentasjonsmateriale i forbindelse med webcast som skulle avholdes kl. 10:00 samme dag. I presentasjonsmateriale fremkom det at LOKO skulle starte forhåndssalg av et kretskort de hadde ferdigstilt en prototype av og som var verifisert av tredjepart. Det fremkom videre at kretskortet hadde et energiforbruk som var 70-80 % mindre enn dagens markedsleder når det gjaldt kryptovalutaene Litecoin og Dogecoin.

I presentasjonsmateriale ble det opplyst at 2.300 personer hadde forhåndsmeldt interesse for kretskortet som det skulle åpnes opp for forhåndssalg av. Disse personene skulle få en eksklusiv

tilgang til å bestille i en 14-dagers periode. Etter 14-dagers perioden skulle det gjøres en revisjon av forhåndssalget før det skulle det åpnes opp for forhåndssalg til offentligheten. Avslutning av forhåndssalg ville skje når selskapet hadde oppnådd tilfredsstillende volum. Salgsålet til LOKO for samlet forhåndssalg var 50.000-100.000 kretskort.

Det fremkom videre i presentasjonsmaterialet at levering av kretskortene var forventet å starte andre halvår i 2024, forutsatt at det ikke ble betalt for prioritert hos fabrikk. Det ble også opplyst at LOKO undersøkte alternativer for å forkorte tidslinjen.

LOKO's webcast (heretter referert til som webcasten) ble avholdt fra kl. 10:00 til kl. 10:36. I siste del av webcasten ble det åpnet opp for innsendelse av spørsmål fra deltakerne. LOKO besvarer under webcasten totalt seks spørsmål, hvorav noen av spørsmålene har delspørsmål. Ytterligere fem spørsmål blir besvart i etterkant på selskapets nettside. LOKO har opplyst til Finanstilsynet at disse spørsmålene ble besvart ca kl. 13.00 samme dag.

I webcasten under det andre spørsmålet som besvares av LOKO blir det blant annet stilt spørsmål om selskapet forventer å kunne ta produktet til markedet uten å fremskaffe kapital i markedet. Til dette svarer LOKO følgende:

"(...) For you that have read our half annual report it is a mentioning in there that we see a financing need of 60-80 million NOK, but I want to point out that those negotiations are not concluded it realise or relates to the mask set which is the mass-producing equipment that literally a set of mask that allows you to mass produce chips at the foundry. The foundry charges are pretty large cash up front sum and direct cost is not that large, but I expect it to be volume dependent so if we are able to commit to large enough volume, they might wave the whole mask fee charge, or there is other financing option than raising equity like a lease back agreement or if a large client wants prioritisation, they might need to own that mask set for a short amount of time. I hope that answers that question."

Under det sjette spørsmålet som besvares av LOKO blir det blant annet stilt spørsmål om hva som er realistisk målsetting for forhåndssalget beløpsmessig i dollar. På dette spørsmålet svarer LOKO følgende:

"If you take the estimate of 50-100.000 you multiply it by 2.000 dollar per unit that should give you somewhere between 100-200 million US dollars."

Ett av spørsmålene som blir besvart på LOKOs internettside i etterkant av webcasten er *"For how long are you sufficiently funded?"*. Som svar på spørsmålet skriver selskapet følgende på nettsiden:

"With todays burn-rate, we should have multiple years of runway after the commercial tape-out".

Et annet spørsmålet som blir besvart på LOKOs internettside er *"what kind of EBITDA-margin is realistic?"* Som svar på spørsmålet skriver selskapet følgende på nettsiden:

Without commenting on EBITDA-margins, we have communicated that gross margins should be similar to other specialized B2B hardware sales. An interesting peer to look at could for instance be Napatech. In the short term, gross margins will rely heavily on the yield curve. The chosen process node is relatively well tried, but the exact curve varies from design to design and its content, and the summary of all previous designs that has been produced is under strict NDA.

LOKO offentliggjorde en status på forhåndssalg 3. november 2023. Her fremkom det at selskapet hadde mottatt 81 ordrer med varierende størrelse og at selskapet siktet på å åpne forhåndssalg for ikke-påmeldte 10. november med mindre partiet ble utsolgt. Forhåndssalg er deretter ikke kommentert i senere børsmeldinger før i årsrapporten publisert 29. mars 2024 hvor det blant annet på side 7 fremkommer følgende:

"Etterspørselen fra mindre aktører er lavere enn forventet. Vi identifiserte flere årsaksfaktorer til det. De vesentligste faktorene vi avdekket var: Usikkerhet i forhold til leveringsevne og kapitalisering, prisen på produktet, våre begrensede markedsføringstiltak, de tilpasningene kundene hadde gjort med tanke på energiprisene, akkumulering av kontanter i forbindelse med Bitcoins halvering i april 2024, kombinert med makrofaktorer som økte renter, var argumenter kundene benyttet for å avvente bestilling.

En del av salget til mindre aktører går igjennom distribusjonspartnere med begrenset synlighet for oss før disse har satt fast ordre hos oss ved deadline. En av disse har estimert 900 hasblades så langt. I en egen ordrebok har vi ved avleggelse ordre på 215 hasblades som er bekreftet med transaksjon. Alene impliserer disse en omsetning på rundt USD 364.000. For ordens skuld så nevnes det at transaksjonene relatert til disse bestillingene ikke er regnet med som salg før produktet sendes til kunde. Dette er langt under hva som var forventet ved igangsettelse."

Meldinger og presentasjoner omtalt ovenfor som ble offentliggjort via Oslo Børs' Newsweb portal ("børsmeldinger") hvor informasjonen av LOKO ble klassifisert som "annen informasjonspliktig regulatorisk informasjon" med unntak av meldingen offentliggjort 16. oktober 2023 som ble klassifisert som "ikke-informasjonspliktige pressemeldinger". Med unntak av sistnevnte melding fremkommer det i meldingene at "Denne informasjonen anses som informasjonspliktig i henhold til EUs markedsmisbruksforordning og er underlagt offentliggjøringskravene i henhold til verdipapirhandelloven § 5-12."

Ovennevnte meldinger ble dermed i Newsweb ikke kategorisert som "innsideinformasjon". LOKO har både i perioden før og etter offentliggjøring av ovennevnte meldinger til markedet benyttet kategorien "innsideinformasjon" ved offentliggjøring av enkelte meldinger til markedet. I offentliggjorde meldinger som av LOKO har vært klassifisert som "innsideinformasjon" i Newsweb har så langt Finanstilsynet identifisert følgende standard ordlyd vært benyttet: "Denne informasjonen er obligatorisk i henhold til verdipapirhandelloven § 5-12. Denne informasjonen utgjør innsideinformasjon og er underlagt informasjonsplikt i henhold til markedsmisbruksforordningen (MAR)".

3.2 Hendelsesforløp - utvikling i aksjekurs og volum, dine handler, publisering og fakturering av artikkel på [REDAKTERT] om LOKO

Finanstilsynet har undersøkt din handelsaktivitet i LOKO-aksjen i perioden 18. oktober til 23. oktober 2023 og særlig din handelsaktivitet i aksjen 18. oktober og 19. oktober. I Vedlegg 1 er handlene dine i LOKO-aksjen fra 18. oktober til 30. oktober 2023 inntatt.

Du gjennomfører en rekke aksjehandler 18. oktober 2023 i LOKO-aksjen, og handlet brutto (kjøp og salg) 1.230.422 aksjer i selskapet denne dagen. Din aksjeholdning ved handelsdagens slutt 18. oktober var 950.444 aksjer. Verdien av aksjeholdningen var på dette tidspunktet 974.205 kroner målt ved sluttkurs 18. oktober 2023 som var på 1,025 kroner.

Når det gjelder aksjekursutviklingen i LOKO 18. oktober 2023 var sluttkurs i LOKO-aksjen ned 1,4 % sammenlignet med sluttkurs dagen før. Det ble 18. oktober 2023 handlet 4.747.888 aksjer i LOKO som var 448 % høyere handelsvolum (målt i antall aksjer handlet) enn gjennomsnittlig handelsvolum 10 forutgående handelsdager. Handelsvolumet 18. oktober var opp 288 % sammenlignet med 17. oktober 2023, opp 98 % sammenlignet med 16. oktober 2023 og opp 987 % sammenlignet med 13. oktober 2023. Handelsvolumet 18. oktober 2023 var det høyeste volum siden 18. september 2023 hvor det ble handlet 7.291.671 aksjer. (Kilde for volumtall: Infront)

Du publiserer på ettermiddagen/kvelden 18. oktober 2023 en artikkel om LOKO på [REDAKTERT] med overskriften "*En kandidat som kan gå 1000% neste 6 mnd!*". Innholdet i artikkelen er nærmere omtalt i punkt 3.3.

Senere samme kveld publiserer du en oppdatert versjon av artikkelen. I denne versjonen er følgende informasjon lagt til [REDAKTERT] *eier aksjer i Harmonychain*". Publiseringstidspunkt for artikkelen, samt oppdateringen er nærmere omtalt nedenfor.

[REDAKTERT] hadde 18. oktober 2023 retningslinjer tilgjengelig på nettsiden under menylinjen "Om oss" hvor det fremkom at "*På vårt finansnettsted forbyr vi i motsetning til feks Xtrainvestor at våre skribenter eller de som ytrer seg eier aksjer før publisering*" (Dette er senere endret til "*På vårt finansnettsted er hovedregelen at våre skribenter eller de som ytrer seg ikke eier aksjer før publisering. Ved unntak skal dette tydelig merkes med disclaimer.*") I tillegg fremkom det i en artikkel på [REDAKTERT] publisert 9. januar 2023 hvor du var skribent som da var tilgjengelig at "*(..) Jeg vil derfor hver søndag publisere ukens aksje og hver onsdag gjøre det samme om det er noe spennende å ta tak i. Jeg eier ikke omtalte aksjer selv, men kjøper gjerne etter publisering. Jeg skal gjøre alt i min makt for at [REDAKTERT] sine abonnenter skal få god avkastning i 2023. (...) Eksponering hos [REDAKTERT] har hatt en såpass kursdrivende effekt at vi blir kontaktet ukentlig av selskaper som ønsker content marking pakker. Derfor er det besluttet at ingen av våre skribenter får eie aksjer før publisering.*" Det at du eier aksjer i LOKO på tidspunktet du publiserer artikkelen om LOKO er brudd på det som oppgis å være [REDAKTERT] retningslinjer på dette tidspunktet.

På tidspunktet artikkelen om LOKO ble publisert var du i Foretaksregisteret registrert som daglig leder og styreleder i [REDAKTERT] sitt vedtektsfestede formål på dette tidspunktet var å "*Produsere nyheter knyttet til investorer, yte innholdsmarkedsføring og webtjenester for øvrig.*"

Kl. 21:01 18. oktober 2023 publiserer du en melding på X (tidligere twitter) som inneholder en lenke til artikkelen publisert på [REDAKTERT] tidligere på kvelden. Meldingen på X har følgende innhold:

"Jeg er glad vi ikke har regnskap for midtukes aksjene våre, for da hadde vi blitt kalt mye rart. Men aksjetipsene våres fortsetter å levere! Man bruker om lag 3 år med kunnskap om det enkelte selskapet og 9 timer på å lage en sak! God fornøyelse." Lenken du publiserte hadde teksten "(+) En kandidat som kan gå 1000% neste 6 mnd!"

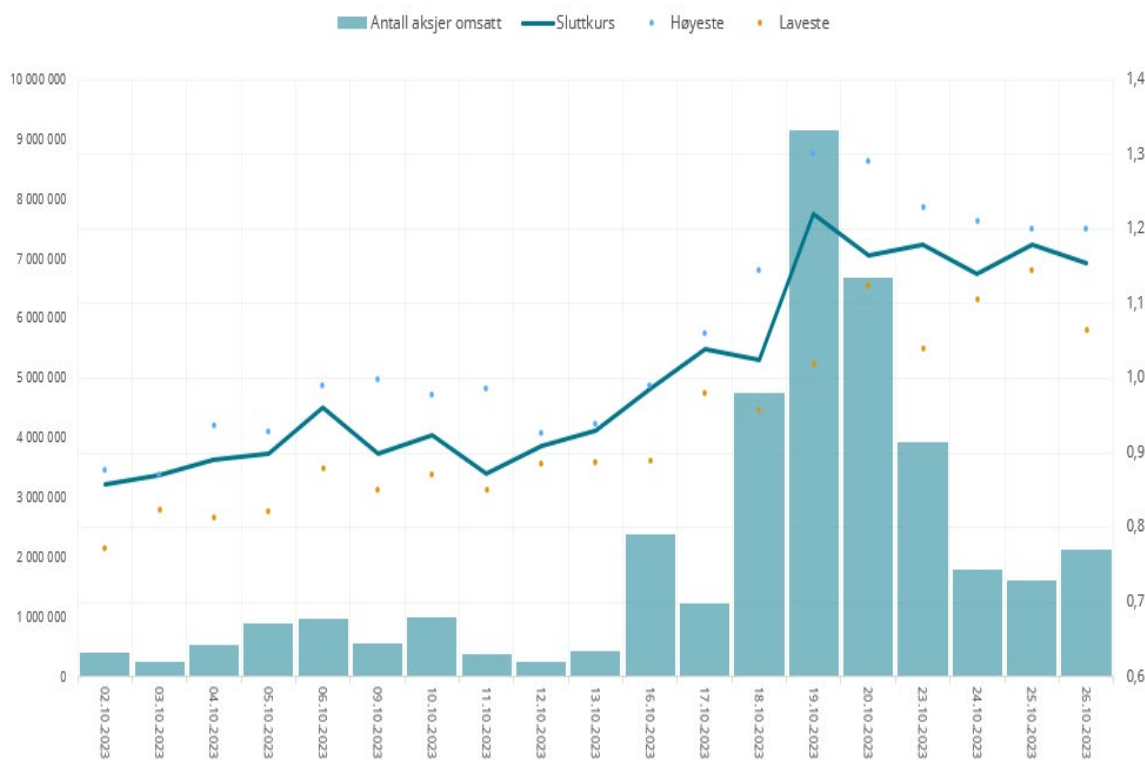
Kl. 22.19 publiseres det også en melding via [REDACTED] sin bruker på X. Meldingen på X har følgende innhold: "Her kommer en midtukers aksje fra mannen som virkelig har rekord i fulltreffere i år". Lenken som ble lagt ut hadde tilsvarende tekst som lenken som ble lagt ut på X meldingen kl. 21:01. Finanstilsynet legger til grunn at det var du som publiserte også denne meldingen på X.

Den 18. oktober sendes det en faktura fra [REDACTED] til LOKO. Fakturaen har teksten "Kjøp av artikkel 18.10.2023". Fakturabeløpet er NOK 14.900.

Fra åpning av handelsdagen den 19. oktober 2023 og frem til kl. 10:47:52 denne dagen gjennomførte du netto salg av totalt 950.444 aksjer i LOKO. Det betyr at du kl. 10:47:52 den 19. oktober 2023 hadde solgt alle aksjene som du ervervet 18. oktober 2023 i LOKO. Din realiserte gevinst knyttet til aksjehandlene før kurtasje var på dette tidspunktet 82 276 kroner. Beregningen av gevinsten er inntatt i Vedlegg 2.

Fra kl. 10:52:59 og frem til kl. 14:05:24 den 19. oktober 2023 solgte du ytterligere aksjer i LOKO slik at du i denne tidsperioden hadde en shortposisjon i LOKO. Din høyeste shortposisjon i den angitte perioden var 450.561 aksjer. Gjennom meglerhuset du brukte var det etablert en låneordning som gjorde at du hadde dekning for shortposisjonene. Etter kl. 14:05:24 og frem til handelsdagens slutt netto kjøper du aksjer i LOKO slik at du ved handelsdagens slutt den 19.10.2023 har en beholdning på 723.000 aksjer.

Grafen under viser utviklingen i LOKO-aksjen totalt for perioden 2. oktober 2023 til 26. oktober 2023 mht sluttkurs, høyeste og laveste kurs på angitte datoer, samt antall aksjer som handles. (kilde for tallene: Infront).



Tabellen under viser totalt antall aksjer handlet i LOKO hver handelsdag fra 18. oktober til 23 oktober 2023, antall aksjer handlet av deg og dine aksjehandler i % av totalt handlede aksjer handlet disse handelsdagene. I tillegg vises din beholdning av aksjer i LOKO ved slutten av den aktuelle handelsdagen.



	Antall aksjer handlet totalt i LOKO	Antall aksjer i LOKO handlet av deg (kjøp og salg)	Dine aksjehandler i % av totalt antall handlede aksjer i LOKO	Din aksjebeholdning i LOKO ved handelsdagens slutt
18.10.2023	4 747 888	1 230 422	25.9 %	950 444
19.10.2023	9 165 738	3 189 658	34.8 %	723 000
20.10.2023	6 677 361	2 113 231	31.6 %	143 697
23.10.2023	3 943 447	1 373 521	34.8 %	2 176
Kilde:	Infront	Transaksjonsrapportering (TRS)	Finanstilsynets beregning	TRS og WPS

Sluttkursen i LOKO-aksjen 19. oktober 2023 var 1,22 kroner som er en økning på ca. 19,1 % sammenlignet med sluttkurs dagen før.

I perioden 18. oktober til 23. oktober 2023 var det en stor økning i antall aksjer omsatt i LOKO sammenlignet med to foregående uker. Denne volumøkningen var særlig høy 19. oktober 2023 hvor 9.165.738 aksjer ble omsatt. Ifølge Finanstilsynet undersøkelser som er basert på tall fra Infront har det ikke vært omsatt høyere antall aksjer i LOKO siden 24. august 2021 hvor antall omsatte aksjer

var 10.245.862. Ifølge Finanstilsynets undersøkelser utgjør dine handler i LOKO 19. oktober 2023 34,8 % av totalt antall handlede aksjer i LOKO denne dagen.

Finanstilsynet har i tillegg til gjennomgang av offentliggjorde meldinger og presentasjoner fra LOKO gjennomført undersøkelser av om det 18. og 19. oktober 2023 var annen informasjon i nyhetsbildet/media enn artikkelen i [REDACTED] som kan forklare ovennevnte kursutvikling i LOKO. Undersøkelsene har blant annet omfattet gjennomgang av Dagens Næringsliv og Finansavisen. Finanstilsynet har i disse undersøkelsene ikke funnet omtale av LOKOs melding offentliggjort 18. oktober 2023 på Newsweb og/eller webcasten.

[REDACTED] offentliggjorde 5. juli 2024 på X blant annet følgende: "[REDACTED] har ca 100.000 unike følgere spredd ut over ulike plattformer. 99 % av disse er plattformer  . Verdien på dette er vanskelig å måle... Men vår reach er vanvittig! (...)"

3.3 Nærmere om innholdet i artikkelen om LOKO som publiseres 18.10.2023

Artikkelen som publiseres av deg om LOKO henviser til presentasjonen avholdt av LOKO samme dag og inneholder blant annet dine utsagn og vurderinger om fremtidig aksjekursutvikling og fremtidig overskudd, samt om etterspørsel og interesse for produktet selskapet hadde utviklet en prototype av.

Flere lysbilder fra webcasten er inntatt i artikkelen. Leseren av artikkelen oppfordres til å se LOKOs webcast og det er også lagt inn en link til webcasten i artikkelen. Følgende fremkommer i artikkelen relatert til dette:

"Lokotech Group as (tidligere Harmonychain) gjennomførte den 18.10.23 en bedrifts presentasjon for å belyse veien videre for selskapet.

Det ble holdt en webcast kl 10 der styreleder Yngve B Johanesen, CEO Ola Stene-Johansen og CFO Benjamin Miklozek informerte om fremtiden å avsluttet med en Q&A. Anbefaler alle å se vedlagt webcast for best mulig innsikt i selskapet.

[WEBCASTEN](#) – kan du se her."

Artikkelen inneholder ditt "tips" til investeringsstrategi hvor følgende fremkommer:

"Om volumet holder seg høyt som i dag, vil det være noen få dager før salgspresset er over. Da vil denne aksjen fly på optimismen man står foran. Aksjonærene er av den trofaste sorten, og det vil fort oppstå en vakuum effekt når Sviland og Zachrison er ferdig solgt.

Mitt tips, kjøp på 1 kr blank – ikke et øre over. Den vil eksplodere før eller siden, men det er jo ikke vits å gi mer penger enn nødvendig til to som skal selge seg ut!". !"

Artikkelen har som nevnt under punkt 3.2 overskriften "En kandidat som kan gå 1000% neste 6 mnd!". I selve artikkelen fremkommer det at "Jeg kommer ALDRI til å si at selskapet kommer til å stige 1000% – men jeg mener det er en teoretisk mulighet hvis det selskapet presenterer er sannferdig og om produktet blir kjøpt i de mengdene de ser for seg".

I artikkelens første avsnitt fremkommer også følgende utsagn knyttet til aksjekursutviklingen i LOKO: "Ikke hver uke – men av og til bryter [redacted] inn som det har skjedd noe vi mener markedet har undervurdert, ikke fått med seg som vi ser god verdi i. Vi har nå funnet et selskap som har hatt en banebrytende statement i dag! Lykkes selskapet med dette skal det reprises kraftig – og opp svært mye!"

Når det gjelder forventede overskudd fremkommer følgende utsagn i artikkelen: "Selskapet har et uttalt mål om om 50-100,000 enheter i 2024 – med en stk pris på omlag 2000 dollar, eller 22,000 kr og en kostpris som er en brøkdel av dette, vil dette generere enorme overskudd for selskapet.

I et senere avsnitt med overskriften 450 % bedre enn BITMAN fremkommer også følgende om blant annet inntekter, EBIT og markedsverdi:

"Skrypt chipen til Harmonychain/Lokotech yter 450% bedre enn Bitman sin, som ansees som en av markedslederne i bransjen. Dette er vanvittige tall.

Det er jo helt klart at denne chipen vil være gjenstand til stor diskusjon i miningmiljøet og med enkle søk set man at det trender internasjonalt i ulike fora fra reddit til ulike chater.

Om selskapet skulle forhånds selge 50,000 enheter med oppstart om 2 uker, vil selskapet nå en inntekt på 1,1 mrd.

Om vi gjør det enkelt – selskapet selger 50,000 enheter totalt i 2024, er dette inntekter på 1,1 mrd. Etter hva jeg har forstått er produksjonskosten under 10% av salgspris. (dette vet jeg ikke nøyaktig, jeg tror den er noe lavere).

Da har man altså et selskap med omsetning på 1,1 mrd, med en høy gross margin. Produktet er skalerbart og det er ingen stor og tung organisasjon bak som trekker på lønn osv.

Om man sier selskapet får et EBIT resultat på 750 millioner i 2024 – og den skal prises som en Semiconductor selskap med PE over 30 – blir tallene ganske ville.

Om man bruker multippel til et industriselskap på PE 6 får man en markedsverdi på omlag 4,50 milliarder kroner. Dagens børsverdi er 178 millioner kroner og 38 av disse er kontantposisjon det ikke trekkes på.

Om dette skulle skje – vil selskapet verdsette 2500% høyere om et år enn i dag. For utrolig til å være sant? kanksje det- jeg oppsummerer bare fakta OM selskapet lykkes."

Når det gjelder etterspørsel og interesse for produktet inneholder artikkelen følgende opplysninger: "Selskapet åpner altså for pre sale av produktet i markedet og har allerede enorm etterspørsel og interesse av produktet."

Avslutningsvis har artikkelen en "Disclaimer" hvor følgende fremkommer: [redacted] eier aksjer i Harmonychain. Jeg risikovurderer selskapet til 8 av 10 der 10 er høyeste." Som det fremkommer under pkt. 3.2 ble informasjon som fremkommer om at du eide aksjer i selskapet lagt til artikkelen senere samme kveld som artikkelen ble publisert.

3.4 Andre artikler publisert av deg som Finanstilsynets har undersøkt med hensyn til kurspåvirkning

Finanstilsynet har i tillegg til artikkelen om LOKO av 18. oktober 2023 undersøkt to andre artikler publisert på [REDACTED] hvor du står som skribent i forhold til om artiklene kan ha påvirket aksjekurs og omsatt volum i omtalte utstedere. Bakgrunnen for disse undersøkelsene er å kartlegge i hvilken grad artiklene dine kan ha påvirket aksjekurs og omsatt volum i omtalte utstedere. Dette er et forhold som kan indikere om artikkelen publisert 18. oktober 2023 kan være egnet til å påvirke kursen i LOKO-aksjen, se nærmere punkt 5 nedenfor. At artiklene dine kan ha kurspåvirkning er også noe du selv har vist til flere ganger på [REDACTED]. Et eksempel på dette fremkommer under punkt 3.2 sjette avsnitt.

Finanstilsynet har undersøkt nærmere artikkel av 16. juli 2023 om Havila Shipping ASA (heretter "HAVI") og artikkel av 20. august 2023 om EAM Solar ASA (heretter "EAM"). HAVI er notert på Oslo Børs og EAM er notert Euronext Expand.

Kilde for aksjekurser og volum omtalt nedenfor knyttet til HAVI og EAM er Infront.

Artikkel på [REDACTED] av 16. juli 2023 om HAVI

Artikkelen som ble publisert på [REDACTED] om HAVI søndag 16. juli 2023 hadde overskriften "Ukens aksje uke 29 – tror på 50% oppgang kommende uke!".

Sluttkursen i HAVI-aksjen 17. juli 2023 var opp 2,08 kroner sammenlignet med sluttkurs 14. juli 2023, det vil si en økning i aksjekursen på ca. 17,6 %. Det ble omsatt 629.572 aksjer i HAVI 17. juli 2023. Handelsvolum i form av antall aksjer hadde på dette tidspunktet ikke vært høyere siden 21. februar 2023 hvor det ble omsatt 723.711 aksjer. Volum 17. juli var opp 2082 % sammenlignet med 14. juli 2023 hvor det omsettes 28.851 HAVI-aksjer.

Finanstilsynet har undersøkt om det var informasjon i form av børsmeldinger på Newsweb fra HAVI eller informasjon i nyhetsbildet/media som kan være årsak til ovennevnte utvikling i HAVI-aksjen. Undersøkelsene har blant annet omfattet gjennomgang av Dagens Næringsliv og Finansavisen. Finanstilsynet har i disse undersøkelsene ikke funnet at det forelå informasjon som kan forklare ovennevnte utvikling i HAVI-aksjen. Finanstilsynets vurdering er at aksjekurs og det volum som ble omsatt i HAVI 17. juli 2023 var påvirket av artikkelen i [REDACTED] som ble publisert 16. juli 2023.

Artikkel på [REDACTED] av 20. august 2023 om EAM

Artikkelen som ble publisert på [REDACTED] om EAM søndag 20. august 2023 hadde overskriften "Ukens aksje uke 34 – posisjonering for forventningsrally".

Sluttkursen mandag 21. august 2023 er opp 3,24 kroner sammenlignet med sluttkurs 18. august 2023, det vil si en økning på ca. 38,8 %. Det ble omsatt 702.517 aksjer i EAM 21. august 2023. Handelsvolum i form av antall aksjer hadde på dette tidspunktet ikke vært høyere enn siden 21. januar 2021 hvor det ble omsatt 1.174.264 aksjer. Volumet i form av antall aksjer handlet 21. august er også opp 2953 % sammenlignet med volum 18. august 2023.

Finanstilsynet har undersøkt om det var informasjon i form av meldinger på Newsweb fra EAM eller informasjon i nyhetsbildet/media som kan være årsak til ovennevnte utvikling i EAM-aksjen. Undersøkelsene har blant annet omfattet gjennomgang av Dagens Næringsliv og Finansavisen. Finanstilsynet har i disse undersøkelsene ikke funnet et forelå informasjon som kan forklare ovennevnte utvikling i EAM-aksjen. Finanstilsynets vurdering er at aksjekurs og volum som ble omsatt i EAM 21. august 2023 var påvirket av artikkelen i [REDACTED] som ble publisert 20. august 2023.

3.5 Ditt kundeforhold til LOKO

LOKO har opplyst til Finanstilsynet at selskapet hadde et kundeforhold til deg personlig. Kundeforholdet ble etablert i juli 2023 og var knyttet til mediehåndtering. Kundeforholdet gjaldt ikke kjøp av artikler eller var knyttet til [REDACTED]. Fakturaer knyttet til dine tjenester ble utstedt av [REDACTED]. I perioden fra 2. august og frem til 18. oktober 2023 mottar LOKO fem fakturaer fra [REDACTED] som de betaler. Samlet fakturert beløp fra [REDACTED] frem til 18. oktober 2023 er 61.600 kroner. En av disse fakturaene har teksten "Kjøp av artikkel". Fra 18. oktober frem til 4. desember mottar LOKO ytterligere 3 fakturaer fra [REDACTED] hver på 14.900 kroner. Av disse tre fakturaene avvises to av fakturaene av LOKO herunder fakturaen av 18. desember 2023 med teksten "Kjøp av artikkel 18.10.2023" som det henvises til under punkt 3.2 tiende avsnitt.

4. Tidligere kontakt med Finanstilsynet

4.1 Merknader til Finanstilsynets forespørsler om opplysninger

Finanstilsynet sendte deg en henvendelse 22. desember 2023 hvor du ble gitt anledning til å kommentere ditt handelsmønster i forkant og etterkant av publiseringen av artikkelen av 18. oktober 2023, publiseringstidspunkt for artikkelen samt hvorfor informasjon om at du eide aksjer i selskapet ble lagt til artikkelen først etter at den var publisert.

I henvendelsen fra Finanstilsynet av 22. desember 2023 ble det opplyst at Finanstilsynet hadde notert seg at "Worldpress metadata" i HTML koden til artikkelen oppga "Creation time" til 18.10.2023 kl. 18:05:00 og "Modified time" til 06.11.2023 kl. 10:13:34. i GMT som justert til norsk tid, (dvs fra GMT til GMT+1) tilsvarte henholdsvis 18.10.2023 kl. 19:05:00 og 6.11.2023 kl. 11:13:34. I ditt svar av 8. februar 2024 fremkommer følgende knyttet til dette:

"Ukens aksjer publiserer alltid rundt kl 18.00 hver søndag, så det er nok korrekt. Det er ofte skrivefeil i sakene mine som gjør at det er hyppige endringer. Men endringen som refereres til gjaldt marginbildet på produktet. I mine notater står det at kilden [REDACTED] sier at marginene kan bli høy med stor produksjon som er helt normalt i teknisk industri. Dette kan kilden bekrefte. Jeg har skrevet 90%. Dette fikk jeg korreks på i ettertid av selskapet. Derfor ble det fjernet den 06.11.23. Her innrømmer jeg feil, men ikke annet enn hva man kan forvente av journalister etter et intervju. Det at selskapet ikke korrigerer meg på dette, gjorde at jeg ikke endret dette før selskapet tok kontakt i kjølvannet av FA sin sak."

I svar fra deg av 8. februar 2024 fremkommer følgende knyttet til tidspunktet for når informasjon om at du eide aksjer ble lagt til artikkelen:

"Jeg kjøpte aksjer i selskapet og vi skulle publisere dagen etter (Torsdag kveld). Som dere ser av mønsteret mitt (Enkelt å se hos Tekinvestor) ser dere at jeg i **de aller fleste tilfeller** før jeg skriver om aksjene. Ved en feiltagelse ble dokumentet desket og feil dato ble lagt inn på deskeprogrammet. Vi oppdaget dette ila 5-6 minutter denne dagen – da la jeg inn en disclaimer at jeg eide aksjer i selskapet. Vi måtte ta et valg om vi skulle fjerne den eller la den stå. Jeg forsto feilen og siden man leser i saken at man oppfordres med å vente til to store selgere er ute (De hadde 20 millioner aksjer igjen) når da aksjekursen gikk solgte jeg på 1,06 og 1,07 dagen etter. [redacted] kan bekrefte) Så gikk kursen videre til 1,20 og jeg fikk fomo. Jeg kjøpte da tilbake samme antall, snitt 1,22. Så falt kursen tilbake og jeg solgte meg ut før close."

I Finanstilsynets brev av 19. februar 2024 ble du også gitt anledning til å opplyse om publiseringsdato og -tidspunkt for når informasjonen om at du eide aksjer i LOKO ble lagt til den allerede publiserte artikkelen.

I ditt svar av 19. februar 2024 fremkommer følgende knyttet til dette:

"Denne ble lagt inn svært kort tid etter vi oppdaget at artikkelen var feilaktig publisert et døgn for tidlig. Jeg hadde lagt fra meg laptopen og sendt saken. Deretter skrollet jeg i sofaen på telefonen min. Da så jeg plutselig at den var live. Jeg gikk straks inn og la inn disclaimer. Det er snakk om minutter, ikke timer. Nøyaktig husker jeg ikke."

I Finanstilsynets henvendelse av 15. april 2024 ble du gitt anledning til å kommentere årsaken til dine anførsler om feil publiseringstidspunkt, samt hvem som var involvert i publiseringen. I svar fra deg av 15. april 2024 fremkommer følgende:

"Det er jeg som har forfattet og desket saken og lagt inn publiseringstidspunktet, det er Wocommers (programmet vi bruker) som publiserer saken automatisk på angitt tidspunkt. Det er helt og holdent mitt ansvar at denne saken kom ut for tidlig og ikke noe jeg klandrer eller skal forskyve ansvar over på."

I Finanstilsynet brev av 19. februar 2024 blir du gitt anledning til å opplyse om hvilken dekning du hadde for shorthandel du gjennomførte i LOKO-aksjen 19. oktober 2023. I ditt svar av 19. februar 2024 knyttet til dette kommenterer du også dine handler i LOKO-aksjen 19. oktober hvor følgende fremkommer:

"I saken som skulle ut et døgn senere skriver jeg klart og tydelig at det er XX antall millioner aksjer som sannsynligvis skal. Jeg oppdager jo raskt at aksjen stiger og jeg selger ut, som var planen når skaden først hadde skjedd med minimal gevinst. Da aksjen viser seg å stige videre forsøker jeg å sette Short posisjon, jeg mistenker da at de som skulle selge (millionervis av aksjer) ligger å presser på kjøpsiden med fiktive order. Jeg la noen short på 1.16 der omkring. Men dekket inn med tap på 1,20 og 1.21. Dette ble gjort fordi jeg mente at det var et overheng av aksjer som skulle ut rundt 1 kroner. Jeg er usikker hva du mener med dekning. Jeg låner aksjer fra shortpool hos [redacted] De tar pant i saldo på min konto. Jeg har liten erfaring med shorthandel og shorter sjelden for mer enn 4-500,000 kr."

I henvendelse fra Finanstilsynet av 19. februar 2024 gis du anledning til å kommentere kundeforholdet til LOKO og hvilke vurderinger som ble gjort av mulige interessekonflikter før publisering av artikkelen. I ditt svar av 19. februar 2024 uttaler du følgende:

"Dette har sine naturlige årsaker. Jeg ble engasjert i juli av selskapet privat mens jeg var på ferie på Kreta for å håndtere svært krevende situasjon selskapet sto i. Dette var relatert til ifølge selskapet selv oppførselen til Finansavisen overfor selskapet i en rekke saker. Juli 2023 - hadde jeg over fem telefonsamtaler med ledelsen i Lokotech (daværende Harmonychain)".

I svaret forklarer du at faktura "av praktiske årsaker" ble utstedt av [REDACTED] og ikke deg personlig. Du "ble betalt en fast sum pr. mnd av selskapet for å være tilgjengelig døgnet rundt. Faktura ble merket IR/mediehandtering."

I henvendelse fra Finanstilsynet av 4. mars 2024 gis du anledning til å kommentere bakgrunnen for teksten "Kjøp av artikkel" på faktura utstedt til LOKO 16. august 2023 og teksten "Kjøp av artikkel 18.10.2023" på faktura utstedt til LOKO 18. oktober 2023.

I ditt svar av 4. mars 2024 fremkommer det blant annet at teksten på disse fakturaene ble feil og det skyldes at "Kjøp av artikkel" er den vanligste annonseformen og kommer automatisk opp i Visma og det ble trykket feil. I forhold til sistnevnte faktura opplyser du at du fakturerte en rekke kunder og teksten ble feil. Du opplyser videre at LOKO har aldri betalt for enkeltsaker eller annonser og at det således ikke er en interessekonflikt det skal opplyses om. Det fremkommer også i ditt svar at LOKO ikke hadde kunnskap om at du skrev denne saken. Du opplyser også at "Sakene om Loko hadde vært produsert uansett om jeg bisto dem eller ikke."

4.2 Merknader til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr

Den 5. juni 2024 sendte Finanstilsynet deg varsel om ileggelse av overtredelsesgebyr. Du ga merknader til varselet i tilsvar 27. juni 2024. I tilsvaret anførte du at du *prinsipalt* ikke har opptrådt i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon. *Subsidiært* mener du at du uansett ikke har overtrådt forbudet forsettlig. Under enhver omstendighet tilsier vurderingsmomentene i vphl. at det ikke skal ilegges overtredelsesgebyr.

De objektive vilkårene for overtredelsesgebyr

Du anfører at du ikke har brutt forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 12 nr. 1 b).

Du er for det første ikke enig i at artikkelen "*påvirket eller var egnet til å påvirke*" kursen på LOKO-aksjen.

Du mener det er langt mer sannsynlig at kursendringen kan tilskrives børsmeldingen og webcasten fra LOKO, eventuelt i kombinasjon med en rekke forhold i forlengelse av børsmeldingen, slik som omtale i medier, analyser og flythandel, enn at kursbevegelsen i seg selv kan tilskrives en enkel artikkel fra [REDACTED]. Du viser til at det ikke er uvanlig at bevegelser i aksjekursen først kommer etter at innholdet i børsmeldinger distribueres gjennom ulike medier og investorblogger har gjengitt, og kommentert, selskapets børsmeldinger. Dette gjelder især for en Webcast som kun er sett av 10-12 personer, og neppe så mange flere som leste børsmeldingen umiddelbart, slik situasjonen var for LOKOs melding.

Videre viser du til artikkelen ikke inneholdt opplysninger som ikke fremgikk av andre offentlige kilder, især børsmeldingen fra LOKO samme dag. Artikkelen inneholdt ikke noen nye, kurssensitive,

falske/villedende opplysninger eller anbefalinger som var feilaktige/tendensiøse/beviselig påvirket av vesentlige interesser.

Finanstilsynet må undersøke om eventuell kurspåvirkning ikke skyldes, helt eller delvis, andre faktiske forhold, som f.eks. uttalelser fra utstederselskapet, kommentering av andre medier eller flytinformasjon.

Du anfører som et "*svært viktig poeng som Finanstilsynet synes å overse*", at LOKO selv henviser til at børsmeldingen 18. oktober 2023 var informasjonspliktig i medhold av MAR og vphl. § 5-12. Dette innebærer altså at selskapet selv mente at informasjonen i selve meldingen og webcasten utgjorde kurssensitiv innsideinformasjon frem til publisering av børsmeldingen.

Du stiller spørsmål ved hvorfor Finanstilsynet bruker tid på artiklene publisert om HAVI 16. juli 2023 og om EAM 20. august 2023, som ikke er en del av det foreløpige vedtaket til Finanstilsynet. I den grad Finanstilsynet benytter artiklene for å antyde at [REDACTED] artikler på generell basis er kurspåvirkende, er dette åpenbart ikke korrekt. Du anmoder Finanstilsynet om å foreta mer omfattende undersøkelser før det antydes at artiklene i seg selv var kursdrivende. Også disse artiklene var bak betalingsmur med et begrenset antall lesere, alle med en presumptiv interesse for og kunnskap om aksjemarkedet.

Når det gjelder artikkelen som ble publisert 18. oktober 2023, er det avgjørende betydning at artikkelen var en skjermet pluss-sak, med en begrenset lesergruppe. Det var omtrent 500 personer som mottok artikkelen og hadde mulighet til å lese artikkelen etter publisering 18. oktober til markedet åpnet 19. oktober. Derved er det etter din vurdering ikke grunnlag for å si at artikkelen påvirket eller var egnet til å påvirke kursen. Artikkelens nedslagsfelt var for snevert.

Du er følgelig ikke enig i Finanstilsynets foreløpige vurdering om at artikkelen 18. oktober 2024 påvirket aksjekursen til LOKO-aksjen.

Videre er du ikke enig i at det andre vilkåret i MAR artikkel 12 nr. 1 b) er oppfylt, ettersom du ikke er enig i at publisering av artikkelen ikke innebar at du benyttet "*falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*".

Mer konkret er du ikke enig i at artikkelen involverte anbefalinger som var "*feilaktige, tendensiøse eller beviselig påvirket av vesentlige interesser*".

I den forbindelse mener du det er helt avgjørende å ta hensyn til at en journalist har stort handlingsrom ved for eksempel kommentering av en børsmelding og annen offentlig tilgjengelig informasjon. Det at en journalist benytter et mer fargerikt og allment språk enn analyser fra meglerhus, innebærer ikke at det benyttes "*falske planer, bedrag eller påfunn*". Det ville vært mer naturlig at eventuelle problemer med utformingen av artikkelen var blitt påpekt med referanse til reglene for investeringsanbefalinger i MAR artikkel 20 med utfyllende regler.

Finanstilsynet kan ikke bare se på løsrevde sitater, men på artiklene til [REDACTED] generelt, herunder hvilket språk [REDACTED] benytter over tid og hvilke forbehold som nevnes i artikkelen ellers. Hele artikkelen må vurderes, ikke utvalgte setninger her og der. Tilsynet utelater for eksempel helt å vise til at hele artikkelen innledes med en link til webcasten og en anbefaling om at alle anbefales å se hele webcasten for best mulig innsikt i selskapet. Videre er det selvfølgelig viktig å se

til at artikkelen 18. oktober var en skjernet pluss-sak, med en begrenset leserkrets som er godt kjent med hvordan [REDACTED] ordlegger seg i sine artikler.

Det at [REDACTED] benytter fargerike overskrifter, er noe man må påregne og som er akseptert i mediene, også fra medier som kommenterer aksjer. Som eksempel viser du til at Finansavisen har ukentlige "tidoblingskandidater" på sitt nettsted. Til forskjell fra Finansavisen som har småsparere som leserkrets, har [REDACTED] i all hovedsak profesjonelle aktører blant sine lesere.

Videre viser du til at Finanstilsynet på side 13-15 i varselet fortløpende viser til en rekke sitater, uten at det er helt opplagt hvilke sitater som Finanstilsynet mener at utgjør potensielle falske planer eller annen form for bedrag eller påfunn. For å ivareta retten til kontradiksjon, mener du det er helt avgjørende at Finanstilsynet er mer konkrete i hva de mener utgjør "*falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*". Du har likevel oppstilt en oversikt over de delene av artikkelen som Finanstilsynet eksplisitt har kategorisert som falske/villedende eller feilaktige/tendensiøse/beviselig påvirket av vesentlige interesser, og kommentert disse. Disse sitatene og dine merknader gjengis nedenfor:

"Selskapet åpner altså for pre sale av produktet i markedet og har allerede enorm etterspørsel av produktet"

Du er ikke enig med Finanstilsynets foreløpige vurdering om at "*enorm etterspørsel og interesse*" er villedende. Ved publisering av artikkelen var du av den oppfatning at 2300 forhåndsinteresserte (registrerte) i produktet er et enormt høyt tall for et produkt som enda ikke har blitt sluppet i markedet.

Ifølge LOKO vil de som "miner" normalt kjøpe 12 kretskort. Dette utgjør ifølge LOKO en "full stack". Dersom 90% av de forhåndsinteresserte kundene er "minere" som i snitt kjøper en full stack, vil dette utgjøre 24 840 kretskort. Dette vil i så fall være over omtrent halvparten av selskapets mål om 50 000 kretskort, bare ut fra forhåndsinteressen.

Ifølge LOKO vil industrielle kunder gjerne kjøpe 1000 kretskort hver i snitt. Dersom det antas at de resterende 10% av de forhåndsinteresserte kundene er industrielle, utgjør dette alene 230 000 kretskort.

Totalt salg under forutsetning om 90% minere og 10% industrielle aktører, vil dette utgjøre 254 800 kretskort, mer enn fem ganger selskapets mål, kun ved å ta i betraktning de forhåndsregistrerte. Selv ved et langt mer konservativt anslag over antall industrielle forhåndsinteresserte, vil selskapets mål overstiges flere ganger.

Det er ikke mulig å vite hvordan salget ville gå. Det at salget faktisk ikke går som forventet og ønsket, er ikke noe som kan brukes mot deg.

"Etter hva jeg har forstått er produksjonskostnaden under 10% av salgspris (dette vet jeg ikke nøyaktig, jeg tror den er noe lavere)"

Du mener at dette ikke er villedende. Produksjonskostnaden per enhet vil generelt gå betydelig ned med høyere produksjonsvolum på grunn av stordriftsfordeler. Dette fenomenet kan forklares ved flere faktorer, uten at det er nødvendig å gjennomgå generell bedriftsøkonomi. Zhen Ding Technology Holding Limited, Nippon Mektron, Ltd. TTM Technologies, Inc. er alle selskaper som produserer

kretskort og som ifølge deres nettsider bygger kretskort for rundt 8-18 dollar og selges for 80- 180 dollar.

LOKO sier selv at den største delen av produksjonskosten er tatt og at dette gjelder «chipen», en utviklingskostnad over 4 år med utvikling.

I ettertid ser du at artikkelen burde henvist til «peers» ved den, svært, forbeholdne og betingede uttalelsen om produksjonskostnad, men tendensiøs kan ikke uttalelsen sies å være.

"Produktet er skalerbart og det er ingen stor og tung organisasjon bak som trekker lønn osv. (...) Om man sier selskapet får et EBIT resultat på 750 millioner i 2024 – og den skal prises som en Semiconductor selskap med PE over 30 – blir tallene ganske ville"

Du er uenig i Finanstilsynets foreløpige vurdering, og forstår egentlig ikke helt innvendingen til Finanstilsynet. Finanstilsynets innvending bygger på en forutsetning om at LOKO skulle innlede en kommersiell fase. Dette er ikke riktig ettersom LOKO aldri var i nærheten av å lage noen egen produksjonslinje for disse kretskortene. Det var en samarbeidspartner som skulle lage kretskortene i USA.

"Om man bruker multippel til et industriselskap på PE 6 får man en markedsverdi på om lag 4,50 milliarder kroner. Dagens børsverdi er 178 millioner kroner og 38 av disse er kontantposisjon det ikke trekkes på. Om dette skulle skje – vil selskapet verdsette 2500% høyere om et år enn i dag. For utrolig til å være sant? Kanksje det – jeg oppsummerer bare fakta OM selskapet lykkes"

Du er uenig med Finanstilsynet i at denne svært kvalifiserte og forbeholdne uttalelsen er tendensiøs. Forutsetningene for uttalelsen står beskrevet direkte i teksten og det er inntatt et klart forbehold.

Når det gjelder bakgrunnen for selve uttalelsen, er det offentlig kjent at produksjonen av en chip involverer flere tusen lag med teknologi (gjerne omtalt som "Maske Charge"). Produksjonskostnadene til LOKO for å nå målet vil beløpe seg til 60-80 millioner, slik det er offentliggjort ved flere anledninger. LOKO har kommunisert ulike modeller for å nå målet. En modell er å finansiere det selv, men det er offentlig kjent at selskapet har ca 38 millioner i kontantbeholdning. Dette vil utgjøre 66% av nødvendig finansieringsbehov. Selv om de på sikt potensielt vil ha et ytterligere finansieringsbehov selvfølgelig er en risiko, faller det på sin egen urimelighet om man måtte opplyse at de har et stort kapitalbehov. Dersom selskapet nærmest hadde vært tom for kontanter, ville det vært mer naturlig å bruke spalteplass på et potensielt kapitalbehov i fremtiden, men ikke når de allerede har 2/3 av den nødvendige kapitalen allerede.

Når det gjelder referansen til "PE", dvs. "Price-to-Earnings ratio", er dette en finansiell beregning som brukes til å vurdere en aksjes relative verdsettelse ved å sammenligne aksjekursen med selskapets inntjening per aksje (EPS). Det er ingen tvil om at LOKO er et teknologiselskap som kan beregnes svært mye høyere PE enn 6. PE for teknologi- og kretskortselskaper kan variere betydelig basert på flere faktorer som selskapets vekstutsikter, markedets forventninger, og den generelle økonomiske situasjonen. Generelt har teknologi- og kretskortselskaper ofte høyere PE-forhold sammenlignet med selskaper i mer modne og stabile bransjer, på grunn av forventningene om sterk vekst og innovasjon.

Alt i alt mener du at når man legger til grunn en PE på 6 (noe som altså er lavere enn hva man kunne påstått), vil ikke påstanden være urimelig, særlig dersom man hensyntar at snittet i teknologisektoren, som inkluderer programvareselskaper, halvledere og teknologitjenester, ofte har PE-forhold som varierer fra moderat til høyt. Gjennomsnittlig PE-forhold i teknologisektoren kan ligge i området 20-40, men det kan være betydelig høyere for selskaper med sterke vekstutsikter. LOKO er altså nokså langt unna sine "peers".

Poenget her er at du har benyttet en svært konservativ PE (6) når man tar i betraktning veksten selskapet selv hevder de kunne stå ovenfor.

"Den vil eksplodere før eller siden"

"En kandidat som kan gå 1000% neste 6 mnd!"

Det er noe uklart om Finanstilsynet mener med at sitatene er "ubalanserte" og om dette etter Finanstilsynets syn er en indikator eller lignende på markedsmanipulasjon.

Uansett er du ikke enig i at sitatene kvalifiserer som falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn, som tross alt er det rettslige spørsmålet.

Det var en tydelig disclaimer i artikkelen som sa at du eide aksjer og at aksjen var risikovurdert til 8 av 10, der 10 er høyeste.

Videre er det noe påfallende at Finanstilsynet ser helt bort fra andre uttalelser i artikkelen som gjør den mer "*balansert*", som Finanstilsynet trolig ville kalt det, f.eks. ved at det står rett ut i artikkelen at "*Jeg kommer ALDRI til å si at selskapet kommer til å stige 1000% – men jeg mener det er en teoretisk mulighet hvis det selskapet presenterer er sannferdig og om produktet blir kjøpt i de mengdene som er målsatt*".

Du gir her dine refleksjoner, men påpeker samtidig at det absolutt ikke er noen garanti, men at det er en teoretisk mulighet dersom selskapets lovnader og spådommer slår til. Dette bør Finanstilsynet tillegge særlig vekt.

Det må være tillatt for kommentatorer og andre journalister å spekulere i konsekvensene dersom selskapets egne spådommer og lovnader slår til. Videre må det være tillatt å skrive dette på en noe tabloid og direkte måte. Noe annet ville for eksempel gjøre at Finansavisen f.eks. ikke kan sitere investorer på at vedkommende har tro på "hundredoblingskandidater" (<https://www.finansavisen.no/nyheter/finans/2022/08/01/7907436/haakon-saeter-tjente-125-mill.-pa-alt-mulig>).

Uttalelsen om "tigangeren" må også ses i sammenheng med det faktum at LOKO har en historikk med svært store utslag i aksjepris, med tidvis "enorme" svingninger. Med "enorme", menes her over 50% ettersom normalen på Oslo Børs er nærmere 6-7% per måned. Dersom en aksje svinger 7 ganger mer enn normalt, må det være akseptabelt å omtale dette som "enorme" utslag.

Aksjekursen har beveget seg i snitt 97 % ved hele syv ganger siden 2022, og aksjekursen har svinget opptil 15 % intradag ved hele 34 anledninger. Aksjekursen er med andre ord svært volatil, og aggressiv kommunikasjon fra selskapet og gjentatte kjøp av primærinnsidere underbygger dette. Det er derfor ikke en villedende spekulasjon å antyde at aksjekursen kan "eksplodere".

De subjektive vilkårene for overtredelsesgebyr

Det er uforståelig for deg hvordan Finanstilsynet kan hevde at du med hensikt og forsett publiserte artikkelen for å kunne selge LOKO-aksjer med gevinst. Dersom det hadde vært så enkelt for deg, og forutsatt at du med viten og vilje er villig til å bryte loven og risikere ditt omdømme, ville du vel ha gjort dette regelmessig, noe som åpenbart ikke er tilfellet.

Forsett krever at personen har opptrådt med en bevisst vilje eller intensjon om å utføre handlingen som bryter loven, samt en forståelse av de faktiske omstendighetene og de potensielle konsekvensene av handlingen. Finanstilsynet må bevise at personen handlet med en form for forsett for å kunne ilegge overtredelsesgebyr for en forsettlig handling. Du har et omdømme å ta vare på, og en slik handling tilsynet påstår strider etter ditt syn mot all logikk.

Dersom du skal straffes for forsettlig overtredelse, må du ha handlet med strafferettslig forsett. I dette ligger at du må ha (i) handlet med hensikt å begå markedsmanipulasjon, (ii) handlet med bevissthet om at handlingen sikkert eller (iii) regnet det som mulig at du begikk markedsmanipulasjon.

Du kan ikke se at kravene for noen av disse alternativene er oppfylt. Et eventuelt forsett må dekke alle elementene i gjerningsbeskrivelsen, og de ulike elementene kommenteres derfor nedenfor. Dette er ikke tilfellet.

Du har ikke hatt til hensikt å manipulere kursen til LOKO.

Du er på ingen måte enig i Finanstilsynets foreløpige vurdering om at du med hensikt har kjøpt aksjer før publisering av en manipulerende artikkel, for så å selge med gevinst etter kursstigning som følge av artikkelen.

For det første synes ikke Finanstilsynet å tro på din forklaring av 8. februar 2024 om at artikkelen ble publisert ett døgn tidligere på grunn av en feiltakelse. Finanstilsynet mener i den forbindelse at du ikke har kunnet dokumentere omstendighetene rundt det feilaktige publiseringstidspunktet. Det er Finanstilsynet som har bevisbyrden for dette. I den forbindelse har du vedlagt en rapport fra Seal Media som viser at disclaimeren ble lagt på 2 timer etter publisering. Dette mener du underbygger din forklaring om at en uferdig artikkel ble publisert, og at du forsøkte å rette på dette etter beste evne ved å legge på en disclaimer så snart du ble gjort kjent med at artikkelen var publisert. Artikkelen ble publisert kl. 17:43, med justering for disclaimer kl. 20:03. Både publiseringen og rettingen ble følgelig gjort etter børsens stengetid, noe som underbygger at dette ikke har vært kursdrivende.

For det andre synes Finanstilsynet feilaktig å legge til grunn at [REDAKERT] publiserer "midt ukes aksje" på onsdager, noe 18. oktober 2023 var, ikke 19. oktober 2023. Blant de ca. 40 midtukesakene til [REDAKERT] har omtrent 1/3 av disse blitt publisert på tirsdag og torsdag.

For det tredje er du ikke enig i at ditt handelsmønster kan tas til inntekt for en form for forsettlig handling. Du anmoder Finanstilsynet om å vektlegge den manglende logikken i dette. Du ville i så fall oppnådd en 3-4 gangers så høy gevinst om du satt i ro gjennom 19. oktober. Du er en erfaren trader og hvis profitt var motivet, hadde du ikke solgt ut en mengde med aksjer kun noen få prosent opp før markedet sendte aksjen oppover, dersom du hadde til hensikt å begå noe lovbrudd. Det nevnes også at Finanstilsynets referanse til at samtlige LOKO-aksjer ble solgt 19. oktober, er feil, slik også Finanstilsynets oversikt viser.

Du forsto ikke at artikkelen var egnet til å påvirke kursen på LOKO-aksjen

Videre legger Finanstilsynet foreløpig til grunn at du forsto at artikkelen var egnet til å påvirke kursen på LOKO-aksjen. Dette begrunnes også med to feilaktige indikasjoner.

For det første viser Finanstilsynet feilaktig til at tidligere artikler skrevet av og publisert på [REDAKTERT] synes å ha hatt kurspåvirkningseffekt.

For det andre viser Finanstilsynet til at en midlertid avvik fra interne retningslinjer for å begrunne påstanden om at du forsto at artikkelen var egnet til å påvirke kursen på LOKO-aksjen, uten at det er helt enkelt å forstå hvordan Finanstilsynet mener at dette skal underbygge denne påstanden. I den forbindelse understrekes det igjen at artikkelen ble publisert kl. 17:43, med justering for disclaimer kl 20:03. Både publiseringen og rettingen ble følgelig gjort etter børsens stengetid, noe som underbygger at dette ikke har vært kursdrivende.

Mer konkret sto det på nettsiden til [REDAKTERT] at skribenter ikke eier aksjer før publisering av artikler. Dette ble senere endret til at dette er hovedregelen og at unntak skal tydelig merkes med disclaimer.

Som vist til, og dokumentert, ble artikkelen ved en feil publisert 18. oktober 2023. Det skulle leses korrektur og gjennomføres faktasjekk dagen etter. Artikkelen har flere åpenbare skrivefeil, noe som underbygger at det ikke var planlagt å publisere utkastet 18. oktober.

Når noe ikke er planlagt eller gjort med viten og vilje, kan man heller ikke hevde forsett.

På tidspunktet artikkelen ble publisert, eide du aksjer uten å opplyse om det i artikkelen, i strid med interne retningslinjer. Dette har du innrømmet, også i media. Feilen ble imidlertid oppdaget raskt og artikkelen ble følgelig oppdatert så snart som mulig med en disclaimer som sa gjorde det klart at du eide aksjer i LOKO, nærmere bestemt omtrent to timer etter publisering som det fremgår av vedlagte bekreftelse fra Seal Media. Du fritar kontaktperson hos Seal Media fra enhver taushetsplikt for at Finanstilsynet skal kunne innhente detaljerte logger, dersom det er ønskelig.

Hvilken betydning Finanstilsynet legger på disse to timene avvik fra en intern retningslinje, er noe uklart, men din manuelle inkludering av disclaimeren etter å ha oppdaget forholdet, viser uansett at du på ingen måte optrådte forsettlig ved å unnlate å inkludere disclaimeren eller på annen måte opptre i strid med lovverket.

Du forstod ikke at du benyttet "falske planer eller annen form for bedrag eller påfunn" i analysen.

Som nevnt i punkt er du av den klare oppfatning at publiseringen heller ikke innebar benyttelse av "falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn". Det du skrev, var trigget av børsmeldingen og webcasten fra selskapet. Artikkelen var i samsvar med kommunikasjonen fra selskapet. Du forstod ikke at det du skrev var "bedrag eller påfunn". Forsett forutsetter at Finanstilsynet kan bevise at du har gjort dette med viten og vilje. Det kan nok hevdes at artikkelen inneholdt noe slurv som ikke skulle skjedd og at det var uheldig at en uferdig artikkel ble publisert. I ettertid ser du at saken, som ble publisert etter børs slutt, muligens burde ha blitt tatt ned, men det er selvfølgelig lett å si i ettertid.

Det har aldri vært din hensikt eller forsett å manipulere noen aksjekurs. I forlengelsen av dette anmodes Finanstilsynet om å ta i betraktning at over 170 mennesker som får e-postvarsel ved handler du gjennomfører. Det er helt utenkelig for deg å gjennomføre lovstridige handler og/eller publikasjoner av mange årsaker, også det faktum at ditt handelsmønster er tilgjengelig og etterprøvbart av et stort antall mennesker som på mange måter har som jobb å avdekke uregelmessigheter. Det har for øvrig formodningen mot seg at du bevisst skulle begå markedsmanipulasjon når du er sentral i [redacted] arbeid og er avhengig av tillit i markedet for å fortsette med dette. Du har plettfriandel og har jobbet i politiet, og har et moralsk kompass som antageligvis er betydelig høyere enn en frittstående «trader».

Du er betydelig mindre aktiv enn i 2021/2022 – nettopp for å levere et uhildet produkt til sine lesere og for å unngå flere slike krevende henvendelser fra Finanstilsynet.

Under enhver omstendighet tilsier vurderingskriteriene i vphl. § 21-14 uansett at det ikke skal ilegges noe overtredelsesgebyr

For det tilfelle at Finanstilsynet likevel mener at du har opptrådt i strid med forbudet mot markedsmanipulasjon, tilsier de enkelte kriterier som Finanstilsynet etter § 21-14 plikter å vurdere at det ikke skal ilegges noe overtredelsesgebyr. Før Finanstilsynet går videre med saken, forventer du en gjennomgang av kriteriene i § 21-14 slik at du sikres kontradiksjon. Du kan ikke se at momentene, vurdert samlet eller hver for seg, gir grunnlag for å ilegge deg gebyr for markedsmanipulasjon, særlig med tanke på (i) de relativt lave beløpene involvert, at dette er første gang du er anklaget for markedsmanipulasjon (brevet som tilsynet viser til av 8. august 2022 gjelder investeringsanbefalinger) og at [redacted] abonnenter i all hovedsak består av erfarne tradere på godt over 40 år og den aktuelle artikkelen var en skjermet abonnentsak, ikke et "stort antall ikke-profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet", slik Finanstilsynet legger til grunn. Det kan også bemerkes at størrelsen på gebyret tilsvarer over 25% av dine likvide midler (bankinnskudd).

5. Finanstilsynets vurdering

5.1 Vilkårene for illeggelse av overtredelsesgebyr

De objektive vilkårene

I MAR artikkel 12 nr. 1 b) er det oppstilt to vilkår for at en handling, atferd e.l. kan anses for å utgjøre markedsmanipulasjon; handlingen "påvirker eller egnet til å påvirke kursen" på et finansielt instrument og det må benyttes "falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn".

Finanstilsynet vurderer først om artikkelen som du forfattet og publiserte "påvirker eller egnet til å påvirke kursen". Etter ordlyden er det ikke noe krav om at kursen *utelukkende* påvirkes av artikkelen. Det er tilstrekkelig at artikkelen sammen med andre omstendigheter påvirker eller er egnet til å påvirke kursen.

Som nærmere beskrevet i avsnitt 3.2 ovenfor har Finanstilsynet gjennomført en bred kartlegging av mediebildet i dagene rundt publiseringen av artikkelen. Finanstilsynet har ikke funnet omtale av innholdet i børsmeldingen og/eller webcasten i Dagens Næringsliv, Finansavisen eller annen finanspresse. Finanstilsynet legger derfor til grunn at omtale i mediene derfor ikke kan forklare kursutviklingen.

I tilsvaret har du opplyst at LOKOs webcast “*kun er sett av 10-12 personer, og neppe så mange flere som leste børsmeldingen umiddelbart*”. Du har også opplyst at det var omtrent 500 personer som mottok artikkelen og hadde mulighet til å lese den i tidsrommet fra publisering 18. oktober til markedet åpnet 19. oktober. Disse opplysningene fra deg synliggjør at artikkelen hadde et betydelig større nedslagsfelt enn børsmeldingen og webcasten fra LOKO. Finanstilsynet viser også til uttalelsen på X (avsnitt 3.2 ovenfor) om at [REDACTED] artikler har et stort nedslagsfelt.

Finanstilsynet har ikke identifisert omtale av børsmeldingen/og eller webcasten i blogger eller andre tilsvarende fora. Ut fra det store nedslagsfeltet for artikkelen anser Finanstilsynet det likevel som svært lite sannsynlig at ikke artikkelen i hvert fall har bidratt til å påvirke aksjekursen. I denne vurderingen har Finanstilsynet også sett hen til omfanget av kursutviklingen – den sterke kursutviklingen tilsier at informasjon ble spredt til en krets tilstrekkelig stor til å påvirke kursen. Betydning i denne sammenheng er også den positive omtalen i artikkelen av aksjenes kurspotensiale.

I tilsvaret har du vist til [REDACTED] ikke gjorde annet enn å gjengi og kommentere børsmeldingen fra LOKO. Finanstilsynet er ikke enig i dette og mener artikkelen gir LOKO en omtale som ikke kan forstås på annen måte enn som en kjøpsanbefaling. Finanstilsynet anser også at flere opplysninger i artikkelen som gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om etterspørselen eller kursen på LOKO, se nærmere om dette nedenfor.

Du har også fremhevet som et “*svært viktig poeng*” at LOKO i børsmeldingen 18. oktober 2023 viste til at børsmeldingen var informasjonspliktig i medhold av MAR og vphl. § 5-12. Du mener dette innebærer at selskapet selv at informasjonen i meldingen og webcasten utgjorde kurssensitiv innsideinformasjon frem til publisering av børsmeldingen. Som Finanstilsynet har nærmere beskrevet i pkt. 3.1 ovenfor, var børsmeldingen ikke klassifisert som innsideinformasjon av selskapet. Finanstilsynet kan derfor ikke se at dette forholdet er “*svært viktig*”. Under enhver omstendighet kan ikke Finanstilsynet se at selskapets klassifisering i børsmeldingen har betydning ved den konkrete vurderingen av om artikkelen har “*påvirket eller er egnet til å påvirke*” aksjekursen.

Når det gjelder artiklene publisert 16. juli 2023 og 20. august 2023, vises det til den nærmere omtalen i punkt 3.4 ovenfor. Som det fremgår der, vurderer Finanstilsynet at de to artiklene påvirket aksjekursen. Selv om de to artiklene ikke direkte utgjør en del av handlingen som er tema for dette vedtaket, bidrar de til å underbygge Finanstilsynets vurdering om at dine artikler i [REDACTED] “*er egnet til å påvirke*” aksjekurser. Dette synes også å ha vært din og [REDACTED] generelle vurdering ved at du og [REDACTED] ved gjentatte anledninger har gitt uttrykk for at artiklene har kurspåvirkning.

Ut fra det som er omtalt ovenfor, er det Finanstilsynets vurdering at artikkelen påvirket kursen i LOKO-aksjen, enten alene eller sammen med andre omstendigheter.

Vilkåret om at handlingen eller atferden “*påvirker eller er egnet til å påvirke kursen*” på LOKO-aksjen er dermed oppfylt.

Det neste vilkåret i MAR artikkel 12 nr. 1 b) er at det benyttes “*falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*”.

Som nevnt i pkt. 2 ovenfor, inneholder vedlegg I til MAR ikke-uttømmende indikatorer på manipulerende atferd som omfattes ved “*anvendelsen av falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*” i MAR artikkel 12 nr. 1 b). Eksempler på atferd som nevnes i indikatorene er følgende:

- *En person inngår først en handelsordre, og deretter utbrer falske eller villedende opplysninger* (eventuelt inngir handelsordre etter utbredelsen av opplysningene)
- *En person inngir først en handelsordre, og deretter utarbeider eller formidler investeringsanbefalinger som er "feilaktige, tendensiøse eller beviselig påvirket av vesentlige interesser"* (eventuelt inngir handelsordre etter at investeringsanbefalingen er utarbeidet eller formidlet)

De nevnte ikke uttømmende-indikatorene er trolig de mest klassiske formene for markedsmanipulasjon under MAR artikkel 12 nr. 1 b). Etter Finanstilsynets vurdering vil det å fortie egne transaksjonsplaner i motsatt retning av en investeringsanbefaling man har gitt, treffe kjernen av det bedrag eller påfunn som bestemmelsen i MAR omfatter. Det vises også i denne sammenheng til vphl. § 1 som har som formål å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse. Det er ingen grunn til å beskytte kjennskapen til egne transaksjonsplaner i slike situasjoner.

Ved vurderingen av om det har blitt anvendt “*falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*”, tar Finanstilsynet utgangspunkt i at du gjennomførte kjøp av aksjer i LOKO den 18. oktober, og at din beholdning ved handelsdagens slutt utgjorde 950.444 aksjer til en verdi av 974.205 kroner.

Ved vurderingen av den etterfølgende publiseringen av artikkelen, merker Finanstilsynet seg at en av indikatorene i vedlegg I til MAR (jf. kulepunkt 2 ovenfor) omhandler utarbeidelse eller formidling av investeringsanbefalinger. Finanstilsynet legger til grunn at det med “*investeringsanbefaling*” i denne indikatoren menes informasjon som definert i MAR artikkel 3 nr. 1 artikkel 35². Finanstilsynet vurderer at artikkelen publisert 18. oktober 2023 er å anse som en investeringsanbefaling. I denne sammenhengen viser Finanstilsynet til at artikkelen inneholder oppfordring om å kjøpe LOKO-aksjer (“*Mitt tips, kjøp på 1 kr blank*”).

Videre registrerer Finanstilsynet at atferd som beskrevet i kulepunkt 2 ikke er begrenset til utbredelse av “*feilaktige opplysninger*”. Ut fra en naturlig språklig forståelse vil “*tendensiøse*” investeringsanbefalinger typisk omfatte anbefalinger som er preget av en ensidig, skjev eller partisk fremstilling (den engelske versjonen av MAR benytter begrepet “*biased*”).

Finanstilsynets vurdering er at det flere opplysninger i artikkelen som ble publisert 18. oktober 2023 er å anse som “*feilaktige*” og/eller “*tendensiøse*” eller “*beviselig påvirket av vesentlige interesser*”.

Innledningsvis vil Finanstilsynet understreke at ved vurderingen av om det foreligger “*feilaktige eller villedende opplysninger*” mv., har Finanstilsynet tatt i betraktning artikkelen som helhet, og ikke bare

² “*informasjon med anbefaling eller forslag til en investeringsstrategi som eksplisitt eller implisitt gjelder et eller flere finansielle instrumenter eller utstedere, herunder enhver uttalelse om slike instrumenters nåværende eller framtidige verdi eller kurs, ment for distribusjonskanaler eller offentligheten*”

utvalgte formuleringer. Finanstilsynet vurderer at de opplysningene som fremgår nedenfor ikke bare innebærer utbredelse av "feilaktige eller tendensiøse" isolert sett, men også medfører at artikkelen som helhet fremstår som "tendensiøs".

Du har anført at for å ivareta retten til kontradiksjon mener du Finanstilsynet skulle ha vært mer konkret med hensyn til hvilke utsagn i artikkelen som utgjør "falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn". Finanstilsynet viser til at de konkrete utsagnene som Finanstilsynet ut fra en foreløpig vurdering utgjorde "falske planer" mv. ble omtalt i varselet. Du har også gitt utfyllende merknader til hvert av disse utsagnene. Finanstilsynet kan ikke se at det er grunnlag for anførselen om at varselet ikke ivaretok retten til kontradiksjon.

I tilsvaret til varselet har du anført at journalister har et stort handlingsrom ved kommentering av børsmeldinger og annen informasjon og at journalister kan benytte et mer fargerikt og allment språk enn tradisjonelle analyser fra større meglerhus.

Finanstilsynet er enig med deg i dette utgangspunktet, men understreker at reglene om markedsmanipulasjon også oppstiller begrensninger for journalisters kommentarer mv. Til illustrasjon viser Finanstilsynet til MAR artikkel 21 at ved anvendelsen av MAR artikkel 10, 12 nr. 1 bokstav c) og artikkel 20 skal det, der informasjon som utarbeides eller formidles for journalistiske formål i mediene tas hensyn til bestemmelser om yringsfrihet i andre medier samt regler og normer som gjelder for journalistyrket. Dette gjelder imidlertid ikke i tilfeller der journalisten selv oppnår en fordel av offentliggjøringen av opplysningene, eller offentliggjøringen gjøres for å villedde markedet med hensyn til tilbudet av, etterspørselen etter eller kursen på finansielle instrumenter. For ordens skyld presiserer Finanstilsynet at MAR artikkel 21 ikke refererer til bestemmelsen i MAR artikkel 12 nr. 1 bokstav b), som er grunnlaget for overtredelsesgebyr i denne saken. Finanstilsynet har ikke funnet det nødvendig å vurdere om [REDAKERT] formidler informasjon for "journalistiske formål" i henhold til MAR artikkel 21. Uansett hva man måtte mene om journalisters handlingsrom knyttet til kommentarer er det sentrale her at artikkelens kjøpsanbefaling må ses i sammenheng med planer om å selge etter offentliggjøring.

Videre har du i tilsvaret vist til eksempler på artikler fra Finansavisen som gjengir spekulasjoner om "hundredoblingskandidater". Finanstilsynet mener at eksemplene du har vist til skiller seg fra denne saken. For det første ved at artiklene i Finansavisen gjelder formidling av andre investorers betraktninger. For det andre at din kjøpsanbefaling må ses i sammenheng med planer om å selge etter offentliggjøring jf. prinsippet i MAR artikkel 21.

Utsagnene som Finanstilsynet anser som "feilaktige" og/ eller "tendensiøse" eller "beviselig påvirket av vesentlige interesser" omtales nærmere nedenfor.

Når det gjelder etterspørsel og interesse for produktet inneholder artikkelen følgende opplysninger:

"Selskapet åpner altså for pre sale av produktet i markedet og har allerede enorm etterspørsel og interesse av produktet."

I webcasten fremkommer det som nevnt ovenfor i pkt. 3.1 at selskapet har 2.300 personer som har forhåndsmeldt interesse for kretskortet som det skal åpnes opp for forhåndssalg av. For å oppnå salgsmålsettingen på minst 50.000 blant de som har forhåndsmeldt interesse ville det krevd en

snittordre pr kunde på over 21 kretskort som tilsvarer en snitt salgsverdi pr ordre på 43.478 USD. Et salg av minst 50.000 kretskort er lagt til grunn i inntektsestimat og forutsetningen i artikkelen der du skriver om *"enorme overskudd"*. Finanstilsynet mener at opplysningen i artikkelen om at selskapet allerede har en enorm etterspørsel og interesse av produktet må sammenholdes med salgsmålsettingen. Finanstilsynet vurdering i lys av dette at du ikke hadde holdepunkter for opplysningen om at LOKO har en *"enorm etterspørsel og interesse av produktet"*. Finanstilsynet har notert seg at du anfører i dine merknader til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr at 2300 forhåndsinteresserte i produktet er et *"enormt høyt tall"*. I merknadene til varselet fremsetter du en rekke forutsetninger for å illustrere dette som referert til ovenfor. Disse forutsetningene fremkommer ikke i LOKOs webcast eller i artikkelen. Som bakgrunn for forutsetningene henviser du delvis til informasjon fra LOKO uten å nærmere dokumentere når og hvordan informasjonen er tilkommet deg, samt gjør egne forutsetninger som at dersom 90% av forhåndsinteresserte kjøper 12 kretskortet vil det utgjøre halvparten av salgsmålene alene osv. Finanstilsynet mener at forutsetningene som fremkommer i dine merknader samlet er udokumenterte. Finanstilsynets vurdering er at uttalelsen om *"enorm etterspørsel og interesse"* er villedende. Finanstilsynet har også notert seg at forhåndssalget har vist seg å være langt unna LOKOs målsetting om 50.000 kretskort, ref. nærmere omtale av børsmeldinger knyttet til forhåndssalget i pkt. 3.1 uten at dette har vært avgjørende for Finanstilsynets vurdering. Finanstilsynets vurdering er at opplysningene i er *"tendensiøse"*.

I artikkelen fremkommer det som nevnt i pkt. 3.3 at *"Selskapet har et uttalt mål om 50-100,000 enheter i 2024 – med en stk pris på omlag 2000 dollar, eller 22,000 kr og en kostpris som er en brøkdel av dette, vil dette generere enorme overskudd for selskapet"*.

Et overskudd i en virksomhet vil være den positive forskjellen mellom samlede inntekter og samlede kostnader for en gitt periode. Informasjon som fremkommer i webcasten knyttet til kostnader er inntatt i punkt 3.1. sjette avsnitt. LOKO gir i webcasten ikke informasjon om estimater eller forventninger til samlede kostnader ved oppnåelse av salgsmålsettingen for forhåndssalget på 50.000-100.000 enheter.

Du angir i artikkelen av 18. oktober 2023 som gjengitt i punkt 3.3 at *"Etter hva jeg har forstått er produksjonskosten under 10% av salgspris. (dette vet jeg ikke nøyaktig, jeg tror den er noe lavere)."* Dette er informasjon som ikke fremkommer LOKO's webcast. I dine merknader til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr viser du til fire andre selskaper som produserer kretskort og *"som ifølge deres nettsider bygger de kretskort for rundt 8-18 dollar og selges for 80-180 dollar"*. Du bestrider i varselet at informasjonen om produksjonskost er tendensiøs og henviser til at du tar forbehold, men tar selvkritikk på at du burde ha henvist til "peers". I LOKO's webcast fremkommer det at forhandlinger knyttet til direkte kostnader ikke var avsluttet. Finanstilsynet mener derfor at du ikke hadde grunnlag for opplysningen om LOKO's produksjonskost slik den er formulert i artikkelen.

Det er Finanstilsynets forståelse at et forhåndssalg av et slikt omfang som artikkelen forutsetter vil bety overgang fra prekommersiell til fase til en mer kommersiell fase for selskapet. Ved slike endringer er det naturlig at kostnadsbildet i en virksomhet vil kunne påvirkes. I dine merknader til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr anfører du at det ikke er riktig ettersom det var samarbeidspartnere til LOKO som skulle lage kretskortene. Finanstilsynet mener likevel at kostnadsbildet vil kunne påvirkes ved nye aktiviteter/endrede aktiviteter som f.eks markedsføringstiltak, forhandlinger og avtaleinngåelser med kunder osv. Dette ikke diskutert eller kommentert i artikkelen utover at det fremkommer at *"Produktet er skalerbart og det er ingen stor og tung organisasjon bak som trekker på lønn osv. (...)Om man sier selskapet får et EBIT resultat på*

750 millioner i 2024 – og den skal prises som en Semiconductor selskap med PE over 30 – blir tallene ganske ville."

Det fremkommer videre i artikkelen at *"Om man bruker multippel til et industriselskap på PE 6 får man en markedsverdi på omlag 4,50 milliarder kroner. Dagens børsverdi er 178 millioner kroner og 38 av disse er kontantposisjon det ikke trekkes på. Om dette skulle skje – vil selskapet verdsette 2500% høyere om et år enn i dag. For utrolig til å være sant? kanksje det- jeg oppsummerer bare fakta OM selskapet lykkes."*

Artikkelen inneholder ikke opplysninger om at LOKO vil kunne ha et finansieringsbehov på 60-80 millioner kroner i forbindelse med fabrikkleverandørens utvikling av produksjonsutstyr for masseproduksjon, ref. informasjon fra webcasten som inntatt i punkt 3.1 sjette avsnitt. LOKO kommenterer ikke hvorvidt kontantbeholdningen vil påvirkes av forhåndssalget og plassering av ordrer hos fabrikk utover at selskapet etter avholdt presentasjon på spørsmål om hvor lenge de var tilstrekkelig finansiering svarte at *"With todays burn-rate, we should have multiple years of runway after the commercial tape-out"*. I dine merknader til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr anfører du at det er urimelig at du må opplyse om kapitalbehov når selskapet hadde i størrelsesorden har 38 millioner i kontantbeholdning. Dette er Finanstilsynet ikke enig i. Finanstilsynet mener at opplysninger om mulig fremtidig kapitalbehov generelt er viktig informasjon til markedet og også var det i denne sammenheng for å gi en balansert fremstilling. Finanstilsynet anser opplysningene i dette avsnittet som tendensiøse.

I dine merknader til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr anfører du at dersom det legges til grunn en "Price to earnings ratio" på 6 vil ikke disse påstandene være urimelig. Finanstilsynet mener du her gjør en overflatisk analyse med flere forutsetninger om selskapets inntjening per aksje som i så fall må inntreffe. Som omtalt ovenfor har Finanstilsynet flere kritiske merknader til opplysninger i artikkelen som vil påvirke selskapets inntjening.

Videre vurderer Finanstilsynet at din påstand om aksjekursutviklingen - *"Den vil eksplodere før eller siden"* - er tendensiøs, sett i sammenheng med de øvrige utsagnene som er behandlet ovenfor. Finanstilsynet vurderer overskriften i artikkelen - *"En kandidat som kan gå 1000% neste 6 mnd!"* på samme måte. Til tross for at LOKO-aksjen over tid har vært volatil, mener Finanstilsynet at angivelsen av at aksjekursen vil kunne tidoble verdien i løpet av et halvt år fremstår som ubalansert og mangler faktiske holdepunkter.

Finanstilsynet vurderer at utsagnene som er gjengitt ovenfor, er tendensiøse. Selv om Finanstilsynet er enig med deg i at deler av artikkelen ikke kan anses som villedende eller tendensiøse, bidrar utsagnene til at artikkelen gir en ensidig og skjev fremstilling av den informasjonen som LOKO ga til markedet i form av børsmeldingen og webcasten. Dette medfører etter Finanstilsynets vurdering at artikkelen i sin helhet fremstår som *"tendensiøs"*.

Som nevnt ovenfor, hadde du på tidspunktet for publisering av artikkelen en betydelig aksjepost i selskapet. Videre hadde LOKO siden juli 2023 et kundeforhold til deg personlig knyttet til medie håndtering. Du har ikke kommentert dette i tilsvaret, så Finanstilsynet legger til grunn at opplysningene om kundeforholdet som fremgår av varselet, er korrekt.

På bakgrunn av dette vurderer Finanstilsynet at du hadde *"vesentlige"* økonomiske interesser i LOKO. Finanstilsynet mener er at den påfallende lite balanserte omtalen av LOKO i artikkelen 18. oktober 2023 er *"beviselig påvirket av vesentlige interesser"*.

Uavhengig av ovennevnte mener Finanstilsynet at en kjøpsanbefaling som er egnet til å påvirke kursen fra noen som fortier sine transaksjonsplaner i motsatt retning av anbefalinger, oppfyller definisjonen i den aktuelle bestemmelsen.

Med bakgrunn i ovennevnte, er det Finanstilsynets foreløpige vurdering at vilkåret i artikkel 12 nr. 1 b) om at du har anvendt "*falske planer eller enhver annen form for bedrag eller påfunn*" er oppfylt.

Finanstilsynets konklusjon er at publiseringen av artikkelen 18. oktober 2023, i en sammenheng med kjøpet denne dagen og det etterfølgende netto salget av LOKO-aksjer den 19. oktober 2023 fra kl. 9:00 frem til kl. 10:47:52, utgjør en overtredelse av MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 b).

Finanstilsynets vurdering er at de objektive vilkårene er oppfylt.

De subjektive vilkårene

Det finnes ikke noen alminnelig skyldbestemmelse for administrative sanksjoner ilagt med hjemmel i vphl. § 21-1. Finanstilsynet anser at administrative sanksjonshjemler må tolkes i tråd med straffeloven § 21, i den grad det er spørsmål om å påvise forsett.

Det følger av straffeloven § 21 at forsett foreligger når noen begår en handling som dekker gjerningsbeskrivelsen i et straffebud

“ a. med hensikt,

b. med bevissthet om at handlingen sikkert eller mest sannsynlig dekker gjerningsbeskrivelsen, eller

c. holder det for mulig at handlingen dekker gjerningsbeskrivelsen, og velger å handle selv om det skulle være tilfellet.”

Det er på det rene at du kjøpte aksjer i LOKO den 18. oktober, og at du solgte aksjene i LOKO den 19. oktober. I svar til Finanstilsynet 8. februar 2024 viste du til at artikkelen var planlagt publisert på kvelden 19. oktober, men at den ble publisert ett døgn tidligere på grunn av at feiltakelse.

I tilsvaret har du vist til at det forholdet at artikkelen ble oppdatert med en disclaimer etter publiseringstidspunktet underbygger at publisering ble gjort ved en feil.

I tidligere svar til Finanstilsynet (8. februar 2024) har du opplyst at du oppdaget at disclaimeren ikke var lagt til ca. 5-6 minutter etter publisering, og at dette ble korrigert omgående. Du har i tilsvaret lagt ved dokumentasjon på at disclaimeren ble lagt til kl. 20:03, det vil si drøyt 2 timer etter publisering. Finanstilsynet legger til grunn at disclaimeren ble lagt til 20:03. Finanstilsynet kan likevel ikke se at det forholdet at disclaimeren var uteglemt underbygger at artikkelen ikke var klar for publisering den 18. oktober.

Videre har du anført at i tilsvaret at det skulle leses korrektur og gjennomføres fakta-sjekk dagen etter. Artikkelen har flere åpenbare skrivefeil, noe du mener underbygger at det ikke var planlagt å publisere utkastet 18. oktober.

I tilknytning til dette har Finanstilsynet merket seg din tidligere forklaring til Finanstilsynet (15. april 2024), hvor du uttalt at du "*forfattet og desket saken og lagt inn publiseringstidspunktet...*" Finanstilsynet forstår disse opplysningene som om artikkelen på dette tidspunktet var ferdigstilt og

gjort klar for publisering. At det skulle leses korrektur og gjennomføres fakta-sjekk dagen etter er nye opplysninger som tilsynelatende står i motstrid med det som tidligere er opplyst.

Når det gjelder skrivefeil i artikkelen, viser Finanstilsynet til at du selv har henvist til at "*sakene mine ofte inneholder skrivefeil som gjør at det er hyppige endringer*" og at artikkelen av 18. oktober 2023 i tillegg til oppdateringen senere på kvelden 18. oktober 2023 også ble korrigert 6. november 2023.

Finanstilsynet kan ikke se at det i tilsvaret fremkommer nye omstendigheter som tilsier at artikkelen feilaktig ble publisert for tidlig. Finanstilsynet legger derfor til grunn at du hadde til hensikt å publisere artikkelen den 18. oktober.

Med bakgrunn i ditt handlemønster i LOKO de aktuelle dagene, anser Finanstilsynet at publiseringen av artikkelen hadde til hensikt å øke kursen på LOKO-aksjen, slik at du kunne selge aksjene med gevinst.

I tilsvaret har du vist til at det innebærer "*manglende logikk*" at handlemønsteret kan tas til inntekt for at du begikk handlingen forsettlig. Du har vist til at du ville oppnådd en 3-4 ganger høyere gevinst om du hadde sittet i ro gjennom 19. oktober. Finanstilsynet registrerer at du oppnådde en gevinst gjennom salg av aksjene fra kl. 9:00 til 10:47:52. Det forholdet at du - ut fra det vi i ettertid vet om kursutviklingen - kunne oppnådd en enda større (teoretisk) gevinst ved å selge på et senere tidspunkt, medfører ikke at det "*mangler logikk*" å vektlegge handlemønsteret ditt ved vurderingen av om det foreligger forsett.

Når det gjelder artikkelens mulige effekt på LOKO-kursen, vises det til vurderingen ovenfor om at tidligere artikler som du har skrevet og publisert på [redacted] synes å ha hatt kurspåvirkningseffekt. Videre viser Finanstilsynet til opplysningene referert i pkt. 3.2 ovenfor, hvor det fremgår at skribenter i [redacted] ikke kan eie aksjer før publisering av artikler på grunn av artiklenes kursdrivende effekt.

På denne bakgrunn er det Finanstilsynets vurdering at du forstod at artikkelen "påvirker eller er egnet til å påvirke kursen" på LOKO-aksjen.

Finanstilsynets vurdering er at salget av hele aksjeholdningen din den 19. oktober 2023 fra kl. 9:00 og frem til kl. 10:47:52 underbygger at publisering av artikkelen 18. oktober 2023 var planlagt og ikke en feiltakelse som opplyst til Finanstilsynet. Med bakgrunn i de faktiske forhold i saken, vurderer Finanstilsynet at du hadde til hensikt å publisere artikkelen om LOKO den 18. oktober. Hensikten med publiseringen var å søke å påvirke kursen i LOKO-aksjen for deretter oppnå en gevinst ved salg av aksjeholdningen.

I tilsvaret har du vist til at det innebærer "*manglende logikk*" at handlemønsteret kan tas til inntekt for at du begikk handlingen forsettlig. Du har vist til at ville oppnådd en 3-4 ganger høyere gevinst om du hadde sittet i ro gjennom 19. oktober. Finanstilsynet viser til at du oppnådde en betydelig gevinst gjennom salg av aksjene frem til kl. 10:47:52. Det forholdet at du - ut fra det vi i ettertid vet om kursutviklingen - kunne oppnådd en enda større (teoretisk) gevinst ved å selge på et senere tidspunkt, medfører ikke at det "*mangler logikk*" å vektlegge handlemønsteret ditt ved vurderingen av om det foreligger forsett.

Som det fremgår av omtalen av utsagnene i artikkelen ovenfor, mener Finanstilsynet at utsagnene er *“feilaktige, tendensiøse eller beviselig påvirket av vesentlige interesser”*, jf. Vedlegg I til MAR. Finanstilsynet legger til grunn at innholdet i artikkelen var utformet bevisst, i den hensikt å påvirke kursen i LOKO-aksjen.

Det forholdet at du med hensikt publiserte artikkelen med utsagn som er feilaktige og/eller tendensiøse mv. den 18. oktober 2023 i den hensikt å påvirke kursen, for deretter å selge aksjene i LOKO innebærer at du har utvist forsett med hensyn til at det er benyttet *“falske planer eller enhver form for bedrag eller påfunn”*.

Finanstilsynet finner uavhengig av ovennevnte at det forholdet alene at du med hensikt publiserte en artikkel med en kjøpsanbefaling i den hensikt å påvirke kursen, for deretter å selge aksjene i LOKO innebærer at du har utvist forsett med hensyn til at det er benyttet *“falske planer eller enhver form for bedrag eller påfunn”*.

Finanstilsynets konklusjon er at du har overtrådt MAR artikkel 12 nr. 1 b) forsettlig.

De subjektive vilkårene er dermed oppfylt.

Etter dette konkluderer Finanstilsynet med at de objektive og subjektive vilkårene for overtredelsesgebyr er oppfylt.

5.2 Finanstilsynets vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges og gebyrets størrelse

Vphl. § 21-14 gir en ikke-uttømmende liste over momenter som kan vektlegges ved vurderingen av om overtredelsesgebyr skal ilegges, og ved vurderingen av gebyrets størrelse.

Du har i tilsvaret vist til at Finanstilsynets varsel ikke inneholder en gjennomgang av kriteriene i vphl. § 21-14. Du har anført at Finanstilsynet før tilsynet går videre med saken, gjennomgår de enkelte kriteriene i bestemmelsen slik at du sikres kontradiksjon.

Til dette bemerker Finanstilsynet at § 21-14 ikke pålegger Finanstilsynet å vektlegge alle momentene i bestemmelsen. Finanstilsynet kan i tillegg vektlegge andre momenter enn de som er nevnt. Hvilke momenter som vektlegges i saken vil i utgangspunktet være opp til Finanstilsynets skjønn. Av varselet fremgikk det hvilke momenter Finanstilsynet hadde vektlagt i vurderingen. Finanstilsynet kan ikke se det er grunnlag for anførselen om at varselet ikke sikret deg kontradiksjon.

Formålet med vphl. er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse, jf. § 1-1.

Siktemålet er å kanalisere kapital på en samfunnsmessig gunstig måte. For å oppnå dette må regelverket utformes slik et det skapes tillit til markedet. Markedsmanipulasjon er uheldig fordi det svekker markedsdeltakernes tillit til markedet, som igjen kan medføre at kapitalen forsvinner eller ikke blir utnyttet på best mulig måte.

Ved vurderingen av om gebyr skal ilegges i denne saken, er det lagt vekt på at dine handlinger er egnet til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet. I denne sammenhengen har Finanstilsynet tatt hensyn

til at overtredelsen har skjedd gjennom aktiv utbredelse av villedende og/eller tendensiøs informasjon i den hensikt å oppnå økonomisk vinning gjennom kursøkning i LOKO-aksjen.

Videre har Finanstilsynet i vurderingen lagt vekt på målgruppen for informasjonen er et stort antall ikke-profesjonelle aktører i verdipapirmarkedet. Finanstilsynet anser det som viktig å verne slike aktører. Når det gjelder din anførsel om at målgruppen for [REDAKERT] er erfarne tradere, viser Finanstilsynet til at du i ditt svar 8. februar 2024 uttalte at [REDAKERT] *er en blogg for aksjeinteresserte amatører*". Selv om Finanstilsynet ikke utelukker at det blant abonnentene også finnes erfarne investorer, legger Finanstilsynet til grunn at det i målgruppen er et betydelig antall ikke-profesjonelle aktører.

Finanstilsynet mener at din atferd tilsier at du skal ilegges et administrativt gebyr og anser en gebyrstørrelse på 300 000 norske kroner som et passende beløp.

Ved vurderingen av gebyrets størrelse, har Finanstilsynet tatt utgangspunkt i at brudd på forbudet mot markedsmanipulasjon er underlagt strenge sanksjoner i lovgivningen. Etter vphl. § 21-15 første ledd straffes brudd på markedsmanipulasjon med bøter eller fengsel inntil 6 år. Videre har Finanstilsynet myndighet til å ilegge overtredelsesgebyr på inntil henholdsvis 43 millioner kroner (fysiske personer) og 127 millioner kroner (juridiske personer). Sanksjonsnivået reflekterer at markedsmanipulasjon på en vesentlig måte bidrar til å undergrave tilliten til at handelen i markedet foregår på en rettferdig måte.

Ved vurderingen av gebyrets størrelse har Finanstilsynet lagt vekt på at atferden du har utvist er egnet til å svekke tilliten til verdipapirmarkedet, jf. vurderingen ovenfor om hvorfor det bør ilegges et gebyr i saken.

Det forholdet at du etter Finanstilsynets vurdering har begått overtredelsen forsettlig, er tillagt vekt i skjerpende retning.

Som omtalt ovenfor vurderer Finanstilsynet at du oppnådde en gevinst før kurtasje på 82 276 kroner gjennom den ulovlige handlingen. I vurderingen av gebyrets størrelse har Finanstilsynet tatt hensyn til denne vinningen.

Finanstilsynet har også vurdert det som skjerpende at potensielle investorer, med bakgrunn i [REDAKERT] offentlige retningslinjer, hadde grunn til å tro at du på tidspunktet for publiseringen av artikkelen ikke hadde noen interessekonflikter med LOKO.

I den samlede vurderingen av gebyrets størrelse har Finanstilsynet vektlagt at du i brev 8. august 2022 fikk kritikk av Finanstilsynet for overtredelse av bestemmelser om investeringsanbefalinger i MAR.

Finanstilsynet har innhentet ligningsopplysninger for ligningsårene 2022 og 2023. Ut fra disse opplysningene, og opplysningene du har kommet med om tilgjengelige likvide midler, fremstår 300 000 kroner som et passende beløp.

6. Vedtak om overtredelsesgebyr

Ut fra de forhold om er omtalt, treffer Finanstilsynet følgende vedtak:

[REDAKERT] ilegges et overtredelsesgebyr på 300 000 norske kroner for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 b).

Hjemmelen for å ilegge overtredelsesgebyr er vphl. §§ 21-1 første ledd, 21-9 og 21-14, jf. § 3-1.

Vedtaket blir publisert på Finanstilsynets nettsider.

Dette vedtaket kan påklages innen 3 uker etter at vedtaket er mottatt. En eventuell klage sendes Finanstilsynet. Klageinstans er Finansdepartementet. Forvaltningsloven §§ 18 og 19, om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter, gjelder.

Overtredelsesgebyrer innkreves av Skatteetaten ved Statens innkrevingsentral. I tilfeller der vedtaket ikke påklages vil Statens innkrevingsentral sende krav om betaling umiddelbart etter klagefristens utløp. I tilfeller der vedtaket påklages, sendes kravet etter at klagen er avgjort av Finansdepartementet. Statens innkrevingsentralens frist for betaling er 3 uker etter at faktura er sendt.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy
avdelingsdirektør

Thomas Borchgrevink
seksjonsleder

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.