



Tilsynsrapport og vedtak om illeggelse av overtredelsesgebyr

1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført et temabasert stedlig tilsyn i Fearnley Securities AS (Foretaket). Tilsynet dekket primært forhold knyttet til informasjonshåndtering, markedsovervåking og ordredokumentasjon.

Finanstilsynet har undersøkt dokumentasjon knyttet til Foretakets håndtering av åtte utvalgte plasseringsoppdrag. To av disse oppdragene gjelder større salgsordre i selskapet Bergen Carbon Solutions AS (BCS) som er håndtert på meglerbordet i henholdsvis august 2022 (Plassering 1) og januar 2023 (Plassering 2). BCS har vært notert på handelsplassen Euronext Growth siden april 2021. I tillegg gjelder et av de undersøkte oppdragene Foretakets håndtering av en emisjon gjennomført i Biofish Holding AS (Biofish) i januar 2023 (Plassering 3, sammen med Plassering 1 og Plassering 2 betegnet Plasseringene). Biofish har vært notert på handelsplassen Euronext Growth siden juli 2021.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige rapport med et varsel om overtredelsesgebyr (Varsalet), datert 5. juli 2024, hvor det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket har brutt forordning (EU) 596/2014 om markedsmissbruk (markedsmissbruksforordningen eller MAR) sitt forbud mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 14 c), se artikkel 10, jf. verdipapirhandelloven (vphl.) § 3-1. Finanstilsynet skrev i Varsalet at det vurderer å fatte vedtak om å ilegge Foretaket et overtredelsesgebyr på 25 millioner kroner, jf. forvaltningsloven (fvl.) § 16. Foretaket ga sine kommentarer til Varsalet, jf. fvl. § 16 (1), i tilsvar datert 13. september 2024 (Tilsvaret).

Som det fremgår av denne tilsynsrapporten er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket, i forbindelse med Plasseringene, formidlet innsideinformasjon til investorene uten at det har skjedd som ledd i en normal utøvelse av arbeid, yrke eller forpliktelser. Foretaket har dermed overtrådt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon. Finanstilsynet treffer med dette vedtak om å ilegge Foretaket et overtredelsesgebyr på 25 millioner kroner, jf. vphl. §§ 21-1 (1), 21-9 og 21-14, jf. § 3-1, se fvl. § 46.

Kopi av denne tilsynsrapporten og vedtaket bes sendt til Foretakets revisor.

I punktene 2-5 drøftes Plasseringene og ulovlig spredning av innsideinformasjon. I punkt 6 drøftes spørsmålet om illeggelse av overtredelsesgebyr. I punkt 7 følger Finanstilsynets vedtak. I punkt 8 og 9 omtales øvrige forhold knyttet til det gjennomførte tematilsynet.

2. Plasseringene

2.1 Relevante rettslige grunnlag

MAR artikkel 14 c) forbyr ulovlig spredning av innsideinformasjon. Hva som regnes som ulovlig spredning av innsideinformasjon er utdypet i MAR artikkel 10 nr. 1. Bestemmelsen fastsetter at ulovlig spredning anses å foreligge *"når en person besitter innsideinformasjon og sprer informasjonen til en annen person, med mindre spredningen skjer som ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser"*.

Innsideinformasjon er i MAR artikkel 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 [...] merkbart dersom de blir offentliggjort"*. Det er videre presisert i MAR artikkel 7 nr. 1 d) at *"Når det gjelder personer som har til oppgave å utføre ordrer i finansielle instrumenter, skal med innsideinformasjon også menes presise opplysninger som gis av en kunde, og som gjelder kundens ordrer i finansielle instrumenter som ennå ikke er utført, 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, [...] merkbart dersom de blir offentliggjort"*.

Definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7 bygger følgelig på fire hovedvilkår. Disse krever at det må dreie seg om opplysninger som er i) presise (presisjonsvilkåret), ii) som ikke er blitt offentliggjort (offentlighetsvilkåret), og som iii) direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og iv) som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart dersom opplysningene blir offentliggjort (kurspåvirkningsvilkåret).

Den nærmere utdypningen av presisjonsvilkåret følger av MAR artikkel 7 nr. 2: *"Ved anvendelsen av nr. 1 skal opplysninger anses som presise dersom de indikerer at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe, dersom disse opplysningene er tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene [...]. Når det gjelder en prosess bestående av flere trinn som har til formål å frambringe eller som resulterer i bestemte omstendigheter eller en bestemt hendelse, kan både de framtidige omstendighetene eller den framtidige hendelsen og de mellomliggende trinnene i prosessen som er forbundet med å frambringe eller resultere i disse framtidige omstendighetene eller denne framtidige hendelsen, anses som presise opplysninger"*.

For at opplysningene skal være "presise" må følgelig to kriterier være oppfylt. Opplysningene må *"indikere[r] at en eller flere omstendigheter foreligger, eller at det er rimelig å forvente at de kan komme til å foreligge, eller en hendelse som har inntruffet, eller som det er rimelig å forvente at kan komme til å inntreffe"* (eksistenskriteriet). Det er etter ordlyden tilstrekkelig at opplysningene indikerer en omstendighet eller begivenhet. Ordlyden stiller ingen krav til hva slags begivenhet eller

omstendighet informasjonen må omhandle. I en trinnvis prosess kan hvert trinn i prosessen og den samlede prosessen utgjøre innsideinformasjon dersom de øvrige vilkårene er oppfylt. Et mellomliggende trinn i en prosess bestående av flere trinn kan i seg selv utgjøre omstendigheter eller en hendelse som foreligger, eller som det er en realistisk mulighet for at kan komme til å foreligge eller inntreffe, på grunnlag av en samlet vurdering av faktorene som foreligger på det aktuelle tidspunktet¹.

Opplysningene må også være "*tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen disse omstendighetene eller denne hendelsen kan ha på kursene på de finansielle instrumentene*" (spesifikasjonskriteriet). Det må etter ordlyden dreie seg om opplysninger som er tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om mulig kurspåvirkning, men det oppstilles ikke krav om eksakte opplysninger. Vilåret stiller ikke krav om at opplysningene må være sikre, nøyaktige eller fullstendige, men stiller krav om hva opplysningene må vedrøre og hvor spesifikke opplysningene må være. Det er ikke nødvendig at man kan forutse hvilken retning den mulige kurspåvirkningen vil ha for at informasjonen skal anses som "*presis*"². Siktemålet er bl.a. å avgrense mot rykter, spekulasjoner og andre markedsforventninger³.

MAR artikkel 7 nr. 4 (1) fastsetter videre at "*Ved anvendelsen av nr. 1 skal opplysninger som, dersom de blir offentliggjort, er egnet til å påvirke kursen på finansielle instrumenter, [...] merkbart, bety opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger*".

Ordlyden stiller ikke krav om at kursen på det relevante finansielle instrumentet faktisk påvirkes når informasjonen blir kjent i markedet. Vurderingen knytter seg til opplysningenes mulige kurspåvirkning på tidspunktet før opplysningene er allment kjent, og det må tas hensyn til markedsvariabler. Opplysninger som er blitt tilgjengelige i ettertid (ex post), kan imidlertid brukes til å kontrollere antagelsen om at forhåndsopplysningene (ex ante) var kurssensitive⁴.

Det er kun opplysninger om forhold som ikke allerede er kjent i offentligheten som kan utgjøre innsideinformasjon. Avgjørende er om "innsideren" har et beslutningsgrunnlag som gir vedkommende et fortrinn i forholdet til markedet ellers⁵.

¹ Se MAR artikkel 7 nr. 3 og fortalen til MAR punkt 16 og 17.

² Sak C-628/13 (Lafonta-saken) der det blant annet uttales "*[...] in order for information to be regarded as being of a precise nature [...] it need not be possible to infer from that information, with a sufficient degree of probability, that [...] its potential effect on the prices of the financial instruments concerned will be in a particular direction*".

³ Se Rt. 2014 s. 452, jf. Ot.prp.nr. 29 (1996-1997) s. 26. Utvalget viser til tidligere ordlyd og forarbeider, men Finanstilsynet har i offentlig tilgjengelig informasjon lagt til grunn at dommens forståelse på dette punktet videreføres også når det gjelder det tilsvarende kriteriet etter MAR artikkel 7.

⁴ Se Fortalen til MAR punkt 14 og 15.

⁵ Se HR-2018-2177, punkt 37-38. Saken gjaldt tidligere vphl. § 3-3 slik bestemmelsen lød frem til lovendringen 1. mars 2021. Tilsvarende forståelse legges imidlertid til grunn også etter gjennomføringen av MAR i norsk rett.

Det oppstilles i MAR detaljerte regler for gjennomføring og dokumentasjon av markedssonderinger. 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 artikkel 11 nr. 3 vurderes hvorvidt markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon. Denne vurderingen skal dokumenteres og begrunnes. En tredjepart som opptrer på vegne av en selger av en større aksjepost i annenhåndsmarkedet, jf. MAR artikkel 11 nr. 1 bokstav b) og d), og som legger frem opplysninger i forbindelse med en markedssondering, er definert som en *“markedsdeltaker som formidler informasjon”*, jf. MAR artikkel 3 nr. 1 (32). Markedsdeltakere som formidler informasjon, er underlagt en rekke plikter etter MAR artikkel 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) til d). Pliktene etter MAR artikkel 11 er utdypet i kommisjonsforordningene (EU) 2016/959 og (EU) 2016/960, jf. verdipapirforskriften (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.

Uavhengig av hvorvidt markedssonderingsregimet i MAR følges skal verdipapirforetak som et overordnet prinsipp opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Foretaket må ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter. Foretaket skal også sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Dokumentasjonen skal oppbevares i minst fem år, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og nr. 8, se også vphl. § 9-17 (1).

2.2 Plasseringenes faktiske sider

Finanstilsynet legger følgende til grunn:

Plassering 1:

- Mandag 8. august 2022 kl. 17:40 ble det gjennom Oslo Børs handelssystem offentliggjort en større transaksjon i BCS. Plasseringen ble håndtert av Foretaket. Transaksjonen var på 2 millioner aksjer, til en kurs på 37 kroner per aksje.
- Størrelsen på transaksjonen var betydelig. Den opprinnelige salgsordren som Foretaket mottok i dette tilfellet gjaldt salg av opp til 2,5 millioner aksjer, tilsvarende 6 % av de utstedte aksjene i BCS. Frem til august var det i gjennomsnitt omsatt rundt 218.000 aksjer daglig i BCS i 2022. De foregående månedene hadde den daglige snittomsætningen vært vesentlig lavere.

- Selger var et børsnotert investeringselskap med investeringer i fornybar energi, og var BCS sin klart største aksjonær med en eierandel på 22,4 %. Selger var ikke representert i styret i BCS. Det var for øvrig kun fire aksjonærer som eide mer enn to millioner aksjer i BCS. To av disse hadde såkalte “lock-up” avtaler og var dermed ikke aktuelle selgere.
- Den første dokumentasjonen på salgsordren som Foretaket har oversendt er i form av et lydopptak av samtale mellom Foretaket og selger fredag 5. august 2022 kl. 12:28. Starten på samtalen viser med tydelighet at det må ha vært kommunikasjon om den aktuelle aksjeposten også på et tidligere tidspunkt – som ikke er forelagt Finanstilsynet – da daglig leder i Foretaket innledningsvis sier følgende: *"som jeg sa, jeg tror kanskje måten er at meglerbordet sånn diskret gjennom dagen bygger en bok og byr dere"*. Størrelsen på aksjeposten og når og hvordan blokksalget kan gjennomføres diskuteres: *"det går en 150.000 aksjer om dagen kanskje [...] Da er den en 10-12-15 dagers oms, 10 dagers omsetning [...] hvis vi lager sånn, flagger etter børs at det er en placing [...] Hadde dere vært innsidere så hadde det vært måten å gjøre det på, men i og med at dere ikke er innsidere så er det kanskje lettere å bygge en bok og by dere?"*. Selgers representant sier mot slutten av samtalen: *"Du får ikke til i dag? Det er bedre ta mandag ja?"*. Daglig leder sier at det er bedre å ta det på mandag når folk er tilbake på jobb. De avtaler å snakkes nærmere mandag morgen.
- I en ny samtale mellom de to mandag 8. august kl. 11:28, sier selgers representant: *"jeg skal selge 2,5 millioner aksjer [...] jeg tror det haster [...] om vi da setter dem på 37 eller 40 spiller ikke noen rolle, jeg vil bare ha ut de 2,5 millioner aksjene for å få ned eksponeringa [...] Poenget er at vi vil under 20 % [...] De skal ut den uken her"*. Videre går det frem at selgers representant vil ta minimum 10 % av aksjeposten privat. Selgers representant sier også at *"vi er ikke i styret eller noen ting. Det er ikke innside"*.
- Foretaket har, etter mottak av Varselet, ettersendt lydopptak av en samtale mandag 8. august kl. 11:58 mellom Foretakets meglersjef og en annen av Foretakets meglere. I samtalen sier meglersjefen blant annet: *"Bergen Carbon [...] mandatet er å selge 2,5 millioner aksjer for [selger] i løpet av uka, discounten får bare bli det det blir [...] [selgers representant] tar ti prosent av dealen privat [...] få tatt de ut i løpet av uka, om det skjer i dag eller i morgen eller noe sånn [...] det må bli gjort i løpet av uka"*.
- Neste samtale er mellom daglig leder i Foretaket og en potensiell investor mandag 8. august kl. 13:05. Daglig leder navngir selger og opplyser at selger ønsker å selge seg ned i BCS fra en eierandel på 22 % til 18 %, og at dette utgjør ca. 2,5 millioner aksjer. Investor får også informasjon om at selgers representant ønsker å ta en del av posten privat. Daglig leder sier: *"Så er spørsmålet, hvor stor må rabatten eventuelt være?"*. Investor sier at han allerede har sagt til en av Foretakets meglere at han tar 100-300.000 aksjer, *"men det monner ikke så mye det da?"*. Daglig leder fortsetter: *"Vi må jo ned på sånn godt under 40, altså vi må et stykke under 40 vel?"*. Investor svarer: *"35 da er det jo veldig interessant [...] På 35 kan jeg sikkert hvertfall ta en halv million, eller mer. 37 blir sikkert med hvis posten går"*. Investor sier han kan være med og at han skal tenke på det. Mot slutten av samtalen sier daglig leder: *"Ikke gjør noe på det på børs da, for [selgers representant] vet at jeg snakker med deg"*.
- Transaksjonskursen ble fastsatt gjennom en såkalt “bookbuilding” som Foretaket gjennomførte i børsens åpningstid mandag 8. august. Etter ovennevnte samtale med en potensiell investor blir ca. 20 andre investorer kontaktet av Foretakets meglere frem mot børsens stengt tid. Investorene får ulik grad av informasjon om den aktuelle posten. De fleste investorene får informasjon om

salgsordrens størrelse og at det forventes en betydelig rabatt med kurs ned mot 35 kroner per aksje. Flere får også informasjon om foreløpig interesse i ordreboken.

- I samtale mellom en av Foretakets meglere og en investor kl. 15:19 samme dag spør investor: "*I den Bergen Carbon, er jeg innsider i den fram til den er satt eller?*" Megler svarer: "*Nei, det er jo en blokk dette her da [...] Så det er ikke noe innside*". Investor spør om det vil si at han kan selge aksjene nå. Megler svarer "*Jeg håper ikke at du liksom ødelegger. Da blir det ikke noe, da kommer det ikke til å skje noe [...]. Men det er ikke noe innside, det er bare en blokk vi forsøker å plassere. Det er ikke noe plassering, altså det er ikke noe emisjon eller noe sånt. Det er bare en annenhåndstransaksjon, så det er ikke noe wall-crossing eller innsidegreier*". I samtalen informeres investor også om at det er god interesse for å kjøpe aksjer i blokken, og at de allerede har dekning for 1,5 million aksjer etter å bare ha spurt fire stykker. Megler sier også at kursen blir rundt 36-37 kroner per aksje.
- Tildeling av aksjer til 28 investorer/investeringsselskaper skjedde etter at børsen var stengt 8. august 2022.
- Åpningskursen i BCS-aksjen mandag 8. august 2022 var 46,50 kr. per aksje. Transaksjonskursen på 37 kroner per aksje i Plassering 1 var dermed 20,4 % lavere enn åpningskursen, og 15 % lavere enn sluttkursen samme dag som endte på 43,55 kroner. Den gjennomførte transaksjonen ble som nevnt offentliggjort først etter børsens stengetid 8. august 2022 kl. 17:40. Dagen etter falt aksjen med 15 % ned til den offentliggjorte transaksjonskursen på 37 kroner. I dagene etter transaksjonen ble BCS-aksjen omsatt ned mot 31 kroner.
- Foretaket har opplyst at salgsordren i sin helhet ble håndtert på meglerbordet, og at Foretaket på dette tidspunktet ikke hadde rutine for at oppdrag på meglerbordet ble behandlet av Foretakets "Deal Committee". I sin beskrivelse av oppdraget, sendt til Finanstilsynet 12. februar 2024, skriver Foretaket blant annet at "*Informasjonen om at [selger] ville selge seg ned til under 20 % eierskap ble vurdert til å ikke innebære innsideinformasjon på tidspunktet hvor markedssonderingen startet. [Selger] var ikke primærinnsider. Informasjonen var ikke konkret nok. Både om transaksjonen ville finne sted, samt at volum og størrelse ville avhenge av markedssonderingen*". I brev av samme dato opplyser Foretaket at det ikke ble presentert noe dokumenterbart materiale for meglerne vedrørende transaksjonen, og at det ikke ble utført noen compliance- eller internkontroller knyttet til plasseringen.

Plassering 2:

- Mandag 9. januar 2023 kl. 14:12 ble det gjennom Oslo Børs handelssystem offentliggjort en større transaksjon i BCS. Plasseringen ble håndtert av Foretaket. Transaksjonen var på 2,28 millioner aksjer, til en kurs på 8 kroner per aksje.
- Størrelsen på transaksjonen var betydelig. Salgsordren på 2,28 millioner aksjer tilsvarte 5,4 % av de utstedte aksjene i BCS (det var på dette tidspunktet utstedt til sammen 41,97 millioner aksjer i selskapet). I 2022 var det i gjennomsnitt omsatt rundt 295.000 aksjer daglig i BCS.
- Selger av blokken var en av gründerne i BCS, og var selskapets administrerende direktør frem til mai 2022. I forkant av blokkosalget var han også selskapets tredje største aksjonær.
- Selger hadde høsten 2022 dialog med Foretaket om aksjeposten. Ved årsskiftet skrev selger i flere e-poster at han ønsker å selge alle sine 2,28 millioner aksjer i BCS tidlig i januar.

- Onsdag 4. januar 2023 kl. 09:09 sender selger en e-post til Foretakets Investment Banking-avdeling (IB) hvor han skriver at: *"Da er januar her, og som jeg har skissert har jeg et ønske om nedsalg av BCS aksjene. Dere har sagt at dette er noe dere kan bidra med. Innen 2 uker skal jeg betale huset mitt, og ønsker egentlig dette skal være gjennomført til da. Sendte [...] en SMS, så er vel på ballen? Hører du litt rundt hvordan dette blir?"* IB-medarbeideren svarer at han skal følge opp dette internt, og videresender e-posten til både Foretakets daglige leder og til Foretakets meglersjef. I etterfølgende intern e-postkorrespondanse samme dag mellom de tre stilles det spørsmål om: *"for orden skuld, han har ingen formell rolle I sel[s]kapet eller styre lenger...ingen inside problematikk?"*, og det svares at: *"Nei ingenting der – han hadde en lock-up som gikk ut i slutten av november"*.
- I samtale torsdag 5. januar 2023 kl. 13:13 mellom selger og meglersjefen sier sistnevnte at *"Vi jobber litt sånn i det stille med posten, vi holder også på med en annen transaksjon som involverer litt sånn av det miljøet vi snakker med, så jeg tenker jo litt sånn at neste uke er noe vi prøver å få til"*. Meglersjefen sier også at *"du er jo ikke noe insider eller noe som helst heller, så sånn sett er det helt uproblematisk"* og *"jeg ser for meg at vi bare lister oss litt rundt og ser om vi klarer å finne et par hender å putte det på"*. Det går også frem av samtalen at selgers absolutte smertegrense på pris ligger rundt 6-7 kroner per aksje, mens aksjen ble omsatt på børsen for rundt 10 kroner på tidspunktet for samtalen. De avslutter med at de har en *"plan om at vi prøver å få lista dette her ut på en fornuftig måte i løpet av neste uke"*.
- Mandag 9. januar kl. 10:14 skriver meglersjefen i SMS til selger at: *"Ja vi begynner, prøver å gjøre alt i en blokk. Er [...] % ok for jobben"*. Selger bekrefter.
- Neste mottatte samtale er mellom en av Foretakets meglere og en potensiell investor (investor 1) mandag 9. januar kl. 11:11. Investor 1 har dårlig tid, men får informasjon om at det er en kar som vil selge 2,2 millioner aksjer i BCS. Megler nevner også at normal dagsomsetning i aksjen er *"litt over 300.000 aksjer"*. Investor 1 skal sjekke og ringe tilbake.
- I samtale samme dag kl. 11:42 mellom de to sier investor 1 at han kan være interessert, og spør om megler tror de får den på 8 kroner, for *"det er jo ikke noe vits i å betale mer heller i en sånn stor post"*. Megler svarer at det var 8 kroner han også tenkte. Investor 1 sier deretter at: *"Det er ikke noe vits i å gå rundt grøten, det er den posten på 2,28 [millioner aksjer] sant?"*. Megler svarer *"Ja, tipper det, tipper det. Hvem står der da?"*. Investor 1 sier at det er *"[navn på selger], så det er jo en insider selv om han ikke er i styret [...] så det er jo veldig negativt, men får håpe markedet tar det da"*. Investor 1 sier videre at *"jeg tenkte å kanskje ta med en eller to kunder av deg, begge er kunder av deg, men da vil ikke vi ha med flere"*. Investor 1 sier at han vil by på hele posten, og avslutter med at han vil komme med et bud i løpet av ti minutter. Få minutter senere, kl. 11:52, ringer investoren tilbake og sier han skal komme med bud.
- I påfølgende samtale samme dag kl. 13:40 mellom de to sier investor 1 at de skal prøve å by 8 kroner per aksje.
- Samme dag kl. 13:44 mottar selger følgende e-post fra meglersjefen: *"Jeg har bud på NOK 8 per aksje i BCS for hele posten din"*. Selger svarer følgende kl. 13:45: *"Om vi ikke klarer høyere enn det så? Så tenker jeg kjør på"*. Meglersjefen svarer kl. 13:49 at *"Jeg prøver på høyere, men ikke sikkert jeg klarer. Om ikke så gjør jeg det da på NOK 8"*. Selger svarer kl. 14:01: *"Ja, prøv litt høyere"*.

- Megler som deltok i samtalen kl. 13:40 ringer tilbake til investor 1 kl. 13:57 og sier "*Du jeg lovte å høre [...], 8,50 er vel ikke noe tema?*". Investor 1 svarer: "*Nei, det er ikke det altså, for du skjønner hva vi skal*".
- I en samtale kort tid etter, kl. 14:04, bekrefter megler på telefon til investor 1 at handelen er gjort på 8 kroner per aksje. Investor 1 svarer da at: "*Ja, og da skal [...] ha 300, så skal jeg ha 1,5, også skal [...] ha resten. Og så har du oppdrag fra oss å selge igjen*". Noen minutter senere ringer investor 1 tilbake og sier at megler må begynne å selge med en gang. Rett etter dette, kl. 14:12, ringer investor 1 enda en gang og sier at megler må selge alt han kan. Frem til sluttauksjonen er investor 1 på tråden gjentatte ganger for å instruere megler vedrørende salget. Totalt fikk megler solgt i overkant av 573.000 aksjer på snittkurs 8,65 kroner.
- De to andre investorene som investor 1 i en tidligere samtale informerte megler om at han ville ta med, blir kontaktet av Foretaket samme dag henholdsvis kl. 14:10 og 14:12 for å bekrefte tildelingen som investor 1 instruerte megler om på deres vegne i samtalen kl. 14:04. Avklaring vedrørende fordelingen av aksjer til investorenes ulike selskaper gjøres først senere på dagen 9. januar 2023, flere timer etter at transaksjonen er gjennomført.
- Åpningskursen i BCS-aksjen mandag 9. januar 2023 var 10,04 kroner. Aksjekursen falt frem mot tidspunktet da transaksjonen ble offentliggjort kl. 14:12, og var rett i forkant av dette på 9,70 kroner. Kursen på aksjene i Plassering 2 var 8 kroner per aksje, og posten ble dermed omsatt med en rabatt på 20,3 % i forhold til åpningskursen og 17,5% i forhold til kursen rett før offentliggjøring. Kursen falt umiddelbart etter at transaksjonen ble offentliggjort, og var ved børs slutt på 8,43 kroner. Dette tilsvarer en nedgang på 15,6 % fra sluttkurs dagen før.
- Det er på det rene at Foretaket ikke har vurdert salgsordren som innsideinformasjon hverken på tidspunktet da investor 1 ble kontaktet eller senere i prosessen, og at Foretaket heller ikke på tidspunktet for Plassering 2 hadde rutiner for at oppdrag på meglerbordet ble behandlet av Foretakets "Deal Committee".

Plassering 3:

- Plassering 3 ble behandlet i Foretakets "Deal Committee" kun én gang, den 22. desember 2022. Mandatavtalen ble signert samme dag, og Foretakets oppdrag gikk ut på å plassere en emisjon av nye aksjer i Biofish til en verdi på ca. 50 millioner kroner.
- I børs melding torsdag 5. januar 2023 kl. 16:30 meldte Biofish at de har engasjert Foretaket til å plassere en rettet emisjon for å hente inn 45-55 millioner kroner i ny egenkapital gjennom en "bookbuilding" som skulle gjennomføres samme ettermiddag. Det ble også opplyst at eksisterende aksjonærer hadde tegnet seg for rundt 10 millioner kroner, samt at "*indicative interest has been received for a significant part of the remaining Private Placement*".
- I børs melding neste dag, fredag 6. januar 2023 kl. 07:58, meldte Biofish at den planlagte emisjonen likevel ikke vil gjennomføres: "*Reference is made to the stock exchange announcement published on 5 January 2023 by BioFish Holding AS ("BioFish" or the "Company") regarding a contemplated private placement (the "Private Placement") of new shares in the Company (the "Offer Shares") and trading update. Although there has been significant interest to participate in the Private Placement, the Company has decided not to proceed with the Private Placement in its current form due to prevailing market conditions. The Company will continue its ongoing discussions with relevant parties regarding strategic alternatives and financing solutions to cover its current funding needs [...]*".

- Etter meldingen om at den planlagte emisjonen var utsatt falt aksjekursen i Biofish fra 6,48 kroner ved børs slutt 5. januar 2023 til 2,85 kroner ved børs slutt dagen etter. De neste dagene holdt kursen seg rundt 2,50 kroner frem til og med 10. januar 2023.
- Foretaket kommuniserte i perioden fredag 6. januar – onsdag 11. januar 2023, elektronisk og i telefonsamtaler, med 11 potensielle investorer om alternative løsninger og strukturer. Foretakets meglere fremhevet i sin kommunikasjon med de potensielle investorene at dette ble gjennomført på bakgrunn av et "meglerinitiativ". I løpet av denne perioden ble de fremsatte forslagene gradvis mer konkrete, og Foretakets meglere hadde i perioden flere samtaler og e-postutvekslinger med flere av investorene. Et flertall av investorene mottok konkrete opplysninger om den foreslåtte emisjonen som skulle presenteres for Biofish-styret – inkludert størrelse, struktur, tegningskurs på 1 krone per aksje samt hvilke sentrale investorer som stilte seg bak forslaget og deres indikerte tegningsbeløp.
- Finanstilsynet viste i Varselet til Foretakets daglige leders, meglersjefs og en annen meglers kommunikasjon med tre av disse investorene som dokumenterte at disse mottok slik konkret informasjon i tidsrommet lørdag 7. til tirsdag 10. januar. En av Foretakets meglere opplyser til en av investorene lørdag 7. januar at: "*Vi tenker å relaunche Biofish på mandag med fulltegnet bok og bedret struktur (dette er et meglerinitiativ)*". I samtalene med investorene gir Foretaket blant annet opplysninger om utviklingen i støtten til transaksjonsvilkårene fra ulike investorer: "*dekket rundt 25-30 millioner av emisjonsbeløpet*", "*med de 10 millionene så er vi over 50 millioner før vi i det hele tatt har launchet, [...], nå er jo spørsmålet hvordan vi skal begynne å avkorte igjen*". Daglig leder opplyser til en investor mandag 9. januar at "*Jeg sendte over nå til styret et utkast til et rammeverk som vi tror vi kan enes om*" mens Foretakets megler sa i en samtale med en annen investor 11. januar at han "*tror det blir deal i dag*".
- I en e-postutveksling mellom en medarbeider på IB-avdelingen og en potensiell investor mandag 9. januar 2023 kl. 10:16 og 10:31 spør investoren "*Hvordan håndterer dere innside nå? Jeg er ikke kryssset*". IB-medarbeideren svarer "*Den formelle statusen er at vi jobber med et meglerinitiativ som vi ønsker å legge frem for styret når vi er i posisjon*".
- Foretaket vurderte opplysningene om den potensielle emisjonen til å utgjøre innsideinformasjon først onsdag 11. januar 2023 kl. 17:47. Foretaket har begrunnet dette med at "*Det var først på dette tidspunktet styret i utsteder aksepterte de fremlagte transaksjonsvilkårene ved meglerinitiativet*". De investorene som allerede, i perioden 6. januar – 11. januar, hadde mottatt konkrete opplysninger fra Foretaket om den potensielle emisjonen, ble dermed oppført på Foretakets markedssonderingsliste først 11. januar etter børsens stengt tid og 12. januar 2023.
- I børs melding torsdag 12. januar 2023 kl. 16:30 melder Biofish på nytt at de har engasjert Foretaket til å plassere en rettet emisjon for å hente inn 45-55 millioner kroner i ny egenkapital. I denne børs meldingen oppgis tegningskurs i emisjonen til 1 krone per aksje. Senere samme dag kl. 22:30 offentliggjør Biofish at en emisjon på totalt 55 millioner kroner er gjennomført til en tegningskurs per aksje på 1 krone.
- Biofish-aksjen ble som nevnt omsatt på børsen til kurser rundt 2,50 kroner mandag 9. januar og tirsdag 10. januar 2023. Den foreslåtte tegningskursen på 1 krone per aksje var dermed 60 % lavere enn gjeldende børs kurs i disse dagene. Aksjekursen falt 11. januar (dagen før emisjonen ble offentliggjort) til 1,69 kroner, mens den sluttet på 1,72 kroner 12. januar. Dagen etter at emisjonen var offentlig kjent, 13. januar 2023, åpnet og stengte Biofish-aksjen på hhv. 1,50 og 1,60 kroner.

- Det er på det rene at Foretaket ikke har vurdert opplysningene om den mulige emisjonen i Biofish som innsideinformasjon i perioden mellom Biofish' børsmelding fredag 6. januar 2023 kl. 07:58 og Biofish' styres aksept av emisjonsbetingelsene onsdag 11. januar 2023 kl. 17:47.

3. Foretakets kommentarer

Plassering 1

Foretaket bestrider tidspunktet for når det oppstod innsideinformasjon i Plassering 1, og anfører at dette skjedde på et senere tidspunkt enn det Finanstilsynet legger til grunn i Varselet.

Foretaket bekrefter i Tilsvaret at Plassering 1, på samme måte som Plassering 2, ikke ble behandlet som innsideinformasjon av Foretaket. Foretaket skriver at det er *"korrekt at det ikke ble foretatt skriftlige vurderinger av om – og eventuelt når – det forelå innsideinformasjon i de aktuelle transaksjonene"*. Foretaket presiserer at forholdet er *"avhjulpet ved at nye rutiner skal sikre at det gjennomføres skriftlige innsidvurderinger ved store ordre"*.

Foretaket skriver videre at det er *"usikre på hvilken opplysning Finanstilsynet mener eventuelt utgjør innsideinformasjon i denne saken. Det er mulig det siktes til opplysningen om den inntrufne begivenheten at en selgende aksjonær har kontaktet et verdipapirforetak for å undersøke interessen for sin aksjepost. Det er også mulig at det siktes til den fremtidige begivenheten at en større aksjonær selger sin aksjepost til en rabatt"*.

Når det gjelder det Foretaket beskriver som *"den inntrufne begivenheten"* mener Foretaket at kontakten mellom daglig leder og selgers representant fredag 5. august 2022 og på formiddagen mandag 8. august ikke utgjorde innsideinformasjon fordi kurspåvirkningsvilkåret ikke var oppfylt. Foretaket sier seg imidlertid enig i at presisjonsvilkåret og utilgjengelighetsvilkåret (også omtalt som offentlighetsvilkåret) var oppfylt på dette tidspunktet. I favør av at kurspåvirkningsvilkåret ikke var oppfylt på tidspunktet selgers representant kontaktet Foretaket om Plassering 1, viser Foretaket til følgende:

- Det var kun én aksjonær, uten noen rolle hos utstederselskapet, som kontaktet et verdipapirforetak for at dette skulle undersøke muligheten for å selge en blokk, hvor både volum og pris var ukjent.
- Finanstilsynet fremstiller i Varselet sitatene fra samtalene mellom daglig leder og selgers representant 5. august kl. 12:58 og 8. august 2022 kl. 11:28 som en ubetinget salgsordre. Ved å lytte til opptakene i sammenheng, gir de derimot et inntrykk av en mulig transaksjon med en rekke usikkerhetsmomenter. Foretaket trekker blant annet frem at selgers representant er en aktiv investor i markedet, som kjøper og selger aksjer i flere selskaper på daglig basis. Og at *"Tidligere erfaringer med [selgers representant] tilsier at han fort endrer oppfatning, og at denne typen indikasjoner raskt kan endres både mht. størrelse og pris, eller trekkes uten noen åpenbar forklaring"*.
- Selgers representant sin posisjon som en erfaren investor kan ikke tillegges avgjørende vekt fordi det kun var snakk om en begrenset andel av selgers investering i BCS, samt at selgers representant selv hadde til hensikt å kjøpe en del av blokken. Det var dermed ingen exit-situasjon hvor en større aksjonær forlater selskapet, men mer teknisk begrunnet nedsalg for å unngå uønskede regnskapsmessige konsekvenser.

Foretaket anfører på denne bakgrunn at det *"neppe var sannsynlighetsovervekt for at en fornuftig investor ville tatt med opplysningene om sonderingsmandatet i sin investeringsbeslutning. Kurspåvirkningsvilkåret var følgelig ikke oppfylt på tidspunktet Foretaket ble kontaktet"*.

Når det gjelder det Foretaket beskriver som *"den fremtidige begivenheten"* mener Foretaket at opplysningene om at den aktuelle blokken ville bli plassert med en rabatt utgjorde innsideinformasjon fra det tidspunktet det ble *"rimelig grunn til å forvente at selgende aksjonær ville selge til en rabattert pris som markedet ville akseptere. Basert på erfaringer med [selgers representant] er det gode grunner for å anføre at slik "rimelig grunn til å forvente" en rabattert transaksjon ikke forelå før selger faktisk aksepterte å selge"*. Foretaket er dermed enig med Finanstilsynet i at opplysningene om et blokk salg på 2,5 millioner aksjer til en rabattert kurs på 15% mot sluttkurs dagen før oppfyller kravene til utilgjengelighet (også omtalt som offentlighetsvilkåret) og kurspåvirkning, og legger til at dette også understøttes av kursfallet som fant sted når blokken ble kjent i markedet. Foretaket presiserer at det er *"kombinasjonen av volumet i lys av aksjens likviditet og rabatten som eventuelt gjør transaksjonen kurssensitiv"*. Etter Foretakets syn er det likevel *"ikke opplagt"* at presisjonsvilkåret var oppfylt på tidspunktet investorer ble kontaktet og dermed før Foretaket hadde mottatt indikasjoner fra markedet på at volumet ville kunne plasseres til en rabatt som selgende aksjonær ville akseptere.

Med andre ord mener Foretaket at det ikke oppstod innsideinformasjon vedrørende Plassering 1 før det var *"nokså klart at aksjeposten kunne bli plassert til en betydelig rabatt mot sluttkurs dagen før. Det var ingen rimelig grunn til å forvente plasseringen av en rabattert blokk før interessen var mottatt og selgende aksjonær hadde akseptert denne"*. Mer konkret viser Foretaket til at selger tidligere i andre sammenhenger har kansellert oppdrag dersom kombinasjonen av pris og volum ikke var tilfredsstillende. Foretaket gjentar at det var *"stor usikkerhet knyttet til en eventuell transaksjon, både hva gjelder pris og volum"*, og påpeker at blokktransaksjoner ofte ikke blir gjennomført. Avslutningsvis i denne sammenheng skriver Foretaket: *"Dette tilsier at ingen innsideinformasjon ble delt eller oppstod før investorenes bud ble akseptert. Dette var et tidspunkt etter at investordialogen langt på vei var avsluttet"*.

Foretaket erkjenner i denne sammenheng at kommunikasjonen med investorene utover dagen 8. august 2022, *"burde [...] blitt behandlet i tråd med gjeldende rutiner"*. Dette ble ikke gjort.

Plassering 2:

I likhet med Plassering 1, anfører Foretaket at det oppstod innsideinformasjon på et senere tidspunkt enn Finanstilsynet legger til grunn i Varselet.

Foretaket skriver at, som for Plassering 1, så er det *"ikke [...] opplagt for oss hvilken opplysning Finanstilsynet mener oppfyller vilkårene i definisjonen av innsideinformasjon"*. Foretaket gjentar de to relevante alternativene beskrevet under Plassering 1: *"For det første den inntrufne begivenheten at en selgende aksjonær har bedt et verdipapirforetak undersøke interessen for sin aksjepost. For det andre den fremtidige begivenheten at en større aksjepost selges til en rabatt"*.

Når det gjelder *"den inntrufne begivenheten at [selger] vurderer å selge sin aksjepost"* mener Foretaket at dette *"ikke er noen opplysninger som oppfyller kurspåvirkningsvilkåret. Utover de mer generelle kommentarene som er gitt vedrørende betydningen av indikasjoner på volum og pris fra markedet i forbindelse med Plassering 1, er det av særlig betydning at markedet over en lengre*

periode hadde forventet at [selger] ville selge seg ut av selskapet. Dette gjør salgsundersøkelsene mindre sensitive". Foretaket presiserer at selger relativt nylig var frigjort fra en såkalt "lock-up" avtale og at det derfor var betydelige spekulasjoner og forventninger om at aksjeposten hans ville omsettes. Foretaket påpeker også at selgende aksjonær over en lengre periode hadde diskutert et mulig nedsalg i BCS, og at Foretaket hadde kontakt med selger om dette høsten 2022 uten at det ble gjennomført noe salg. Foretaket mener derfor at "Erfaringsmessig kunne således selgende aksjonær indikere en salgsinteresse, uten at vedkommende faktisk ville gjennomføre noe salg. I januar 2023 tilsa erfaringene med den konkrete selgende aksjonæren at det ikke var sannsynlighetsovervekt for at det ble noe faktisk salg, selv om han altså viste salgsinteresse".

Når det gjelder "den fremtidige begivenheten at det er i ferd med å gjøres en større handel til en rabatt", mener Foretaket at det er "kombinasjonen av volumet og rabatten som gjør transaksjonen sensitiv". Etter Foretakets syn er det likevel "på ingen måte opplagt at presisjonsvilkåret var oppfylt på tidspunktet [investor 1] ble kontaktet og dermed før Foretaket har mottatt indikasjoner fra markedet på at volumet ville tas ut til en pris som selgende aksjonær ville akseptere. De konkrete forholdene med [selger] som selger og den noe begrensede likviditeten i selskapets aksjer gjorde at det etter Foretakets syn ikke forelå spesifikke opplysninger om en større blokk til en rabatt, og at det ikke var rimelig grunn til å forvente noen gjennomføring av transaksjonen, før det faktisk ble vist konkret interesse fra markedet. Dette skjedde ikke før [investor 1] ringte opp megleren igjen 9. januar 2023 kl. 11:42. Frem til dette tidspunktet var Plassering 2 beheftet med for mye usikkerhet til å utgjøre innsideinformasjon".

Øvrige kommentarer knyttet til Plassering 1 og Plassering 2

Foretaket skriver avslutningsvis at det "ikke er uenig i at opplysningene om Plassering 1 og Plassering 2 på et gitt tidspunkt ble innsideinformasjon. Vi mener imidlertid at innsideinformasjonen oppstod på et senere tidspunkt enn det Finanstilsynet legger til grunn. Det betyr at omfanget av Foretakets eventuelle regelverksbrudd knyttet til spredning av innsideinformasjon er tilsvarende mindre omfattende". Foretaket erkjenner i denne forbindelse at Plassering 1 og Plassering 2 burde vært håndtert på en bedre måte, men synes imidlertid at "sakens faktum på dette punktet ikke rettferdiggjør den sterke ordbruken i Finanstilsynets forhåndsvarsel".

Foretaket erkjenner videre at det "burde hatt mer operasjonelle rutiner for håndtering av blokktransaksjoner på plass" ved gjennomføring av Plassering 1 og Plassering 2, og presiserer at det tar til seg Finanstilsynets kritikk i Varselet på dette punktet, samt at det har gjennomført eller er i ferd med å gjennomføre tiltak for å adressere dette. I denne forbindelse erkjenner Foretaket også at blokkkomiteen "i for liten grad var involvert i konkrete transaksjoner siden oppstart våren 2023". Foretaket påpeker samtidig at Foretakets eksisterende rutineverk ved gjennomføring av de aktuelle plasseringene hadde rutiner for blant annet i) håndtering av interessekonflikter, ii) definisjon av innsideinformasjon, iii) formidling av innsideinformasjon, iv) taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering, v) markedssonderinger, vi) informasjon i forbindelse med bookbuildingprosesser og vii) adgangen til å formidle ordrebokinformasjon. Samlet mener derfor Foretaket at det forelå et rutineverk som var i tråd med regelverket og bransjepraksis, herunder praksis hos andre sammenlignbare verdipapirforetak, på tidspunktet for gjennomføring av Plassering 1 og Plassering 2. Foretaket opplyser også at rutinene for håndtering av blokktransaksjoner ble videreutviklet i mars 2023 og skriver at disse "i lys av våre erfaringer senere er skjerpet, og vi har innført mer konkrete

kriterier for hvilke transaksjoner som må behandles i blokk-komiteen". Dette er gjort blant annet for å sikre at flere transaksjoner blir undergitt en innsidevurdering.

Når det gjelder Finanstilsynets kommentarer i Varselet knyttet til at Foretakets øverste ledelse har utvist manglende bevissthet – eller kunnskap og kompetanse – om at forhold som størrelsen på en ordre og identiteten til en selger må tas i betraktningen av om det foreligger innsideinformasjon i et oppdrag, er Foretaket *“ikke uten videre enig i at de situasjoner og uttalelser Finanstilsynet viser til underbygger en slik konklusjon”*. Foretaket påpeker i denne sammenheng også at *“Isolerte uttalelser, eller fravær av uttalelser, i dialogen mellom selgende aksjonær og enkelte ansatte i Foretaket kan tyde på en sammenblanding av hva som utgjør innsideinformasjon og regulering av primærinnsideres handel. Det bør utvises varsomhet med å vurdere personers forståelse/manglende forståelse av regelverket basert på enkeltuttalelser på tapet linje, hvor man ikke har full innsikt i kontekst og andre forhold som kaster lys over meningsinnholdet i de uttalelsene som gis”*. Foretaket understreker i denne sammenheng at det mener Finanstilsynet i Varselet legger for stor vekt på uttalelser på tapet linje av enkeltansatte i Foretaket, i sin vurdering av hvilken kunnskap og kompetanse disse ansatte har om sentrale regler i verdipapirhandelloven.

Foretaket skriver videre, når det gjelder Finanstilsynets kritikk av compliance i Varselet, at det tar *“denne kritikken til etterretning hva gjelder Plassering 1”*. Hva gjelder Plassering 2, ser Foretaket at det *“selv burde fanget opp særtrekkene ved transaksjonen og av eget tiltak initiert undersøkelser, særlig med tanke på etterfølgende kursutvikling”*. Foretaket påpeker likevel at det kun gikk 7 dager fra Plassering 2 til Finanstilsynet ba om en nærmere redegjørelse fra Foretaket, og at *“Deretter fulgte compliance-funksjonen og styret opp saken på en grundig og effektiv måte”*.

For å styrke regelverksetterlevelsen på dette området, skriver Foretaket at det har truffet en rekke konkrete tiltak, blant annet:

- Krav til avviksanalyse (på oppdrag fra styret våren 2023) for å sikre effektive tiltak ved funn. Det understrekes at styret og ledelsen over flere år har hatt som del av sin strategi å *“bygge opp en robust compliance-avdeling med tilstrekkelige ressurser og erfaring”*.
- Foretatt en rekke forbedringer og presiseringer av rutine for blokkhandler vedtatt i mars 2023. Det er fastsatt en rutine for håndtering av større enkeltordre/blokktransaksjoner på meglerbordet, som skal gi tydeligere operasjonell veiledning (en videreutvikling av rutinen fra mars 2023). Rutinen presiserer også varsomhet ved håndtering av toneangivende investorer i slike transaksjoner.
- Etablert tydelige kriterier for hvilke tilfeller blokk-komiteen skal involveres og blokksoknad sendes. I tillegg er det tydeliggjort hvilke kriterier som legges til grunn ved vurdering av innsideinformasjon i forbindelse med blokker.
- Gjennomført en rekke opplæringstiltak knyttet til store enkeltordre/blokktransaksjoner i 2023 og 2024, samt bistått meglervirksomheten med operasjonalisering av prosedyrer knyttet til håndtering av slike ordrer (blant annet kriterier for søknadsprosedyre, søknads- og godkjennelsesprosedyre og sjekklister med veiledning). Foretaket presiserer at tiltakene kommer i tillegg til endringer i meglerinstruksen.

- Jobbet med økt bevisstgjøring hos meglerne for håndtering av store enkeltordre som kan utgjøre innsideinformasjon.
- Sørget for at det utløses alarmer i markedsovervåkningssystemet ved store ordre/blokktransaksjoner. Endringen ble påbegynt etter Plassering 2, og var operasjonell i mai 2023. Periodisk systemmessig uttrekk av transaksjoner basert på marked cap danner utgangspunktet for ytterligere kontrolltiltak knyttet til store ordre/blokktransaksjoner.
- Foretaket har lagt inn en presisering i stillingsinstruksen for daglig leder hvor hans rolle i meglerbordaktiviteter klargjøres ytterligere.

Plassering 3:

Foretaket skriver at Finanstilsynet mener *“at det oppstod innsideinformasjon i tilknytning til Emisjonen på et tidligere tidspunkt enn det Foretaket la til grunn. Det er ikke tvilsomt at Foretaket hadde kontakt med en rekke investorer i perioden Finanstilsynet mener det forelå innsideinformasjon [...]”*. Foretaket presiserer at det vurderte opplysningene om den potensielle emisjonen til å være *“såpass spesifikke og realistiske at de utgjorde innsideinformasjon”* først onsdag 11. januar 2023 kl. 17:47, fordi *“Det var først på dette tidspunktet styret i utsteder aksepterte de fremlagte transaksjonsvilkårene ved meglerinitiativet [...] via e-post [...] vedrørende styrevedtak hos utsteder”*. Foretaket bemerker også at dette er *“det samme tidspunktet som utsteder la til grunn i samråd med sin juridiske rådgiver”*.

Foretaket mener, i likhet med Plassering 1 og 2, at det er *“nødvendig å avklare hvilke opplysninger som eventuelt utgjør innsideinformasjon. Et alternativ kan være den inntrufne begivenheten at et verdipapirforetak på eget initiativ diskuterer mulige vilkår for utvalgte investorers deltakelse i en potensiell emisjon som nylig var forsøkt gjennomført. Et annet alternativ er at det er snakk om den fremtidige begivenheten at det vil kunne gjennomføres en emisjon på vilkårene som blir diskutert mellom Foretaket og de utvalgte investorene”*.

Foretaket skriver at det *“legger til grunn at det er det andre alternativet Finanstilsynet legger til grunn i sin vurdering”*, og begrunner dette med at det var offentlig kjent at utsteder hadde forsøkt å gjennomføre en planlagt emisjon, men at denne var blitt utsatt. Foretaket legger til at *“I forbindelse med den utsatte emisjonen ble det gjort klart for markedet at utsteder ville fortsette pågående diskusjoner med relevante parter om ulike alternativer for å dekke finansieringsbehovet til selskapet. Det var følgelig allerede kjent for markedet at det ville pågå ulike samtaler med investorer for å undersøke en løsning på finansieringsbehovet, det være seg av utsteder selv eller rådgivere. Slike samtaler vil nødvendigvis involvere en sparring rundt potensielle vilkår”*.

Foretaket anfører at før tidspunktet for Biofish-styrets aksept av *“forslaget som var blitt presentert av Foretaket (dvs. 11. januar 2023 kl. 17:47) [...] forelå det ikke konkret informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis ville tatt i betraktning ved en vurdering av en investeringsbeslutning i selskapet og det var ikke rimelig grunn til å forvente noen emisjon til en kurssensitiv rabatt”*. Foretaket viser til følgende:

- *“Det dreide seg om en fremtidig mulig begivenhet, og dermed må det være rimelig grunn til å forvente – i betydningen opp mot sannsynlighetsovervekt – for at styret ville akseptere Emisjonen på de vilkår som var presentert fra Foretaket”* (Foretaket viser her til HR-2022-695).

- *"På grunn av de konkrete omstendighetene rundt Emisjonen forelå det etter Foretakets vurdering ikke en slik rimelig grunn til å forvente en beslutning om Emisjonen før styret hos utsteder faktisk hadde truffet sin beslutning. Det var betydelig usikkerhet i denne saken helt frem til styret hadde truffet sin beslutning". Foretaket anfører at denne konklusjonen blant annet støttes av at "styret under en uke tidligere hadde valgt å utsette en emisjon som til og med var annonsert. Den konkrete historikken for denne utstederen tilsa følgelig at det ikke var opp mot sannsynlighetslikevekt for at styret ville gjennomføre noen emisjon på de vilkår som Foretaket forespeilet for utstederselskapet basert på de meglerinitierte samtalene med potensielle investorer, før styret faktisk hadde besluttet å annonsere Emisjonen. I samme retning taler det at en emisjon var betinget av en rekke forhold, herunder krav om bytte av CEO, nytt styre med minst en ny og uavhengig styreleder, forbehold om teknisk DD, warrants, aksjonærlån og krav om tilslutning fra gründeren i utstederselskapet, til tross for betydelig utvanning".*

Foretaket mener at dette var kritiske forhold som gjorde transaksjonen svært usikker før styrets eventuelle aksept. Foretaket viser i denne forbindelse til intern kommunikasjon i Foretaket 10. og 11. januar hvor man diskuterer usikkerheten knyttet til Biofish' styrets eventuelle aksept av vesentlige krav (knyttet til bl.a. verdsettelse av en tomt og vilkår for warrants) fra investorgruppen.

Foretaket fastholder etter dette at *"reglene om spredning av innsideinformasjon ikke ble overtrådt av Foretaket i anledning Emisjonen"*.

4. Innsideinformasjon – Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

4.1 Vurdering av innsideinformasjon

Definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7 bygger som nevnt på fire hovedvilkår. Disse krever at det må dreie seg om opplysninger som er i) presise (presisjonsvilkåret), ii) som ikke er blitt offentliggjort (offentlighetsvilkåret), og som iii) direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og iv) som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene merkbart dersom opplysningene blir offentliggjort (kurspåvirkningsvilkåret).

Det er uomtvistet at det i denne saken dreier seg om opplysninger som *"direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter"*, jf. MAR artikkel 7 nr. 1 a).

Plassering 1

Foretaket har i Tilsvaret opplyst at det ikke vurderte Plassering 1 som innsideinformasjon, og at det ikke ble foretatt skriftlige vurderinger av om, og eventuelt når, det forelå innsideinformasjon. Videre anfører Foretaket at det *"neppe var sannsynlighetsovervekt for at en fornuftig investor ville tatt med opplysningen om sonderingsmandatet i sin investeringsbeslutning"* og dermed at kurspåvirkningsvilkåret ikke var oppfylt på det tidspunktet selgers representant kontaktet Foretaket. Til støtte for dette synet trekker Foretaket frem at det dreide seg om kun én aksjonær uten noen rolle hos utstederselskapet, at tidligere erfaring tilsa at denne aksjonæren *"fort endrer oppfatning"*, og at aksjonæren ikke skulle selge seg helt ut av BCS.

Foretaket mener samtidig at presisjonsvilkåret var oppfylt på det tidspunktet selgers representant kontaktet Foretaket, men at det *"ikke [er] opplagt"* at presisjonsvilkåret (knyttet til opplysningen om

et blokk salg på 2,5 millioner BCS-aksjer til en rabatt på 15 % mot sluttkurs dagen før) var oppfylt på det etterfølgende tidspunktet da Foretaket kontaktet potensielle investorer om Plassering 1 på ettermiddagen mandag 8. august 2022. Foretaket skriver at det var *“ingen rimelig grunn til å forvente plasseringen av en rabattert blokk før interessen var mottatt og selgende aksjonær hadde akseptert denne”* og at *“ingen innsideinformasjon ble delt eller oppstod før investorenes bud ble akseptert”* (vår understrekning).

Presisjonsvilkåret

Finanstilsynet viser til at de fleste potensielle investorene på ettermiddagen 8. august 2022 blant annet fikk opplysninger av Foretaket om at det hadde kontakt med en potensiell selger av 2,5 millioner BCS-aksjer, tilsvarende 6 % av de utstedte aksjene i selskapet. Som beskrevet i Varselet fikk de kontaktede potensielle investorene noe ulik informasjon, men minst én potensiell investor fikk også opplyst fullt navn på selger, og minst én annen investor forstod hvem som var selger. Foretaket hadde på dette tidspunktet et oppdrag fra selgers representant om å skaffe kjøpsinteresse for 2,5 millioner BCS-aksjer til en kurs mellom *“37 eller 40 kroner”* (aksjene ble da omsatt for ca. 45 kroner på børsen) – eller som selgeres representant selv formulerte det: *“om vi da setter dem på 37 eller 40 spiller ikke noen rolle, jeg vil bare ha ut de 2,5 millioner aksjene for å få ned eksponeringa. [...] De skal ut den uken her”*. Finanstilsynet er ikke i tvil om at selgende aksjonær ønsket å selge den aktuelle aksjeposten innenfor de parameterne som var skissert og følgelig at Foretaket innenfor disse rammene hadde en salgsordre.

I dialogen med investorene, som er mottatt og gjennomgått av Finanstilsynet, fremgår det dessuten tydelig at det forventes en betydelig rabatt på *“10-15 %”* med transaksjonskurs ned mot *“35 kroner”* og rundt *“36-37 kroner”* per aksje. Flere potensielle investorer får også informasjon om foreløpig interesse i ordreboken, eksempelvis ble det i en samtale nevnt at Foretaket hadde dekning for 1,5 millioner aksjer etter å *“bare ha spurt fire stykker”*, mens en annen potensiell investor fikk opplyst at selgers representant og et par andre rundt selger *“er med å ta privat”*.

Foretaket mener at det ikke var noen rimelig grunn til å forvente at Plassering 1 ville bli gjennomført til en rabatt før selgers representant hadde akseptert vilkårene. Finanstilsynet er uenig i denne vurderingen. Vilkåret stiller ikke krav om at opplysningene må være sikre, nøyaktige eller fullstendige, men stiller krav om hva opplysningene må vedrøre og hvor spesifikke opplysningene må være. Dette illustreres av at både kundeordre, markedsonderinger og trinnvise prosesser kan være innsideinformasjon selv om de ikke munner ut i noen transaksjon.

Basert på forholdene redegjort for over, er det Finanstilsynets vurdering at opplysningene som ble formidlet til investorene på ettermiddagen mandag 8. august 2022 om Foretakets salgsordre, størrelsen på aksjeposten og forventet rabatt og kjøpsinteresse fra personkretsen rundt selger både representerte opplysninger om en hendelse som var inntruffet og det indikerte at det var rimelig å forvente (realistisk mulighet) at det kom til å bli plassert en større aksjepost i BCS til en rabattert kurs innen kort tid. Opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på aksjekursen i BCS. Eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet, og dermed presisjonsvilkåret, var følgelig oppfylt.

Kurspåvirkningsvilkåret

Selgers representant gir som nevnt klare og tydelige føringer for tidslinjen (i løpet av uken) og ønsket volum (2,5 millioner aksjer – en aksjepost over ti ganger så stor som gjennomsnittlig dagsomsetning

i BCS-aksjen så langt i 2022). Selgers representant er også innforstått med at prisen vil bli betydelig lavere enn gjeldende markedskurs, jf. sitatene inntatt over i punkt 2.2. Finanstilsynet er derfor ikke enig med Foretaket i at *“både volum og pris var ukjent”*. Det avgjørende i denne sammenheng er for øvrig om kurspåvirkningsvilkåret – og de øvrige kriteriene for innsideinformasjon – var oppfylt på det tidspunktet Foretaket begynte å kontakte potensielle investorer rundt kl. 13:00 mandag 8. august 2022.

Det er for øvrig ikke korrekt, slik Foretaket skriver i Tilsvaret, at Finanstilsynet i Varselet har fremstilt de to samtaler mellom daglig leder og selgers representant fredag 5. august kl. 12:58 og mandag 8. august kl. 11:28 som en *“ubetinget salgsordre”*. Finanstilsynet skrev i Varselet at det ut ifra disse samtaler fremsto som svært sannsynlig at et større blokk salg ville finne sted i løpet av kort tid.

Finanstilsynet anser det som klart at en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet Foretakets opplysninger om salgsordren, størrelsen på aksjeposten, forventet rabatt og kjøpsinteresse fra personkretsen rundt selger som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger, fordi informasjonen kan antyde en forhøyet risiko for kursnedgang i BCS-aksjen. Det samme gjelder for opplysningen om navnet på selger/selgers representant. Det siste ble uttrykkelig adressert av en potensiell investor – som ikke fikk opplyst hvem som var selger – som blant annet uttalte *“Du kan si hvis det er [selgers representant] [...] så tør jeg ikke kjøpe for da faller dette som en stein”*. I denne sammenheng er det mindre relevant at det kun dreide seg om én selgende aksjonær uten noen rolle hos utstederselskapet, eller at denne aksjonæren ikke skulle selge seg helt ut av BCS, slik Foretaket viser til. Det kan heller ikke legges vesentlig vekt på at Foretaket oppfatter selgers representant som en som *“fort endrer oppfatning”*. Kurspåvirkningsvilkåret var dermed oppfylt da Foretaket kontaktet potensielle investorer mandag ettermiddag 8. august 2022. Som nevnt falt kursen på BCS-aksjen dagen etter, da transaksjonen var offentlig kjent, med 15 %, fra 43,55 kroner (sluttkurs 8. august) til 37 kroner (sluttkurs 9. august), samme kurs som i transaksjonen. I dagene etter transaksjonen ble BCS-aksjen som nevnt omsatt ned mot 31 kroner per aksje.

Offentlighetsvilkåret

Det er Finanstilsynets klare vurdering at opplysningene som ble formidlet av Foretaket til potensielle investorer på ettermiddagen mandag 8. august 2022 om salgsordren, størrelsen på aksjeposten, forventet rabatt og kjøpsinteresse fra personkretsen rundt selger – som ikke var offentlig kjent – innebar et utnyttelsespotensial for mottakerne av informasjonen. Vilkåret om at informasjonen *“ikke er blitt offentliggjort”* var dermed også oppfylt. Foretaket sier seg i Tilsvaret enig i dette.

Plassering 1 - Oppsummering

Finanstilsynets konklusjon er dermed at den foreliggende informasjonen om Plassering 1, som redegjort for over, oppfylte samtlige fire vilkår i MAR artikkel 7 nr. 1 a) og d), jf. nr. 2 og 4, og følgelig utgjorde innsideinformasjon, på det tidspunktet Foretakets daglige leder kontaktet en potensiell investor kl. 13:05 mandag 8. august 2022.

Plassering 2:

I likhet med Plassering 1, har Foretaket opplyst at det ikke vurderte Plassering 2 som innsideinformasjon, og at det ikke ble foretatt skriftlige vurderinger av om, og eventuelt når, det forelå innsideinformasjon. Videre anfører Foretaket at opplysningen om at selger vurderte å selge sin aksjepost ikke oppfylder kurspåvirkningsvilkåret. Til støtte for dette synet trekker Foretaket frem at markedet over en lengre periode hadde forventet at selger ville selge seg ut av BCS, at selger relativt

nylig var frigjort fra en “lock-up” avtale – og at det derfor var betydelige spekulasjoner og forventninger om at aksjeposten hans ville omsettes, samt at tidligere erfaring tilsa at denne aksjonæren kunne vise salgsinteresse uten at det faktisk ble gjennomført et salg.

Foretaket anfører også at det *“på ingen måte er opplagt at presisjonsvilkåret var oppfylt på tidspunktet [investor 1] ble kontaktet og dermed før Foretaket har mottatt indikasjoner fra markedet på at volumet ville tas ut til en pris som selgende aksjonær ville akseptere”*. Foretaket skriver videre *“at det etter Foretakets syn ikke forelå spesifikke opplysninger om en større blokk til en rabatt, og at det ikke var rimelig grunn til å forvente noen gjennomføring av transaksjonen, før det faktisk ble vist konkret interesse fra markedet. Dette skjedde ikke før [investor 1] ringte opp megleren igjen 9. januar 2023 kl. 11:42. Frem til dette tidspunktet var Plassering 2 beheftet med for mye usikkerhet til å utgjøre innsideinformasjon”*.

Presisjonsvilkåret

Finanstilsynet viser til at Foretaket i samtaler med investor 1 mandag 9. januar kl. 11:11 og kl. 11:42 ga opplysninger om at det hadde kontakt med en potensiell selger av 2,28 millioner BCS-aksjer, tilsvarende 5,4 % av de utstedte aksjene i selskapet. Investor 1 forstod hvem som var selger. Foretaket hadde på dette tidspunktet et oppdrag fra selger om å skaffe kjøpsinteresse for 2,28 millioner BCS-aksjer til en kurs på minst *“6-7 kroner”* (aksjene ble da omsatt for ca. 10 kroner på børsen).

Finanstilsynet viser videre til Foretakets kommunikasjon med selger henholdsvis 4. og 5. januar 2023 hvor det kommer klart frem at selger ønsket å selge hele sin aksjepost på 2,28 millioner aksjer i BCS og at det var ønskelig med rask gjennomføring grunnet et boligkjøp. Selger sier at *“Innen 2 uker skal jeg betale huset mitt, og ønsker egentlig at dette skal være gjennomført til da.”* Foretakets meglersjef sier at de har en *“plan om at vi prøver å få lista dette her ut på en fornuftig måte i løpet av neste uke”*. Dette samsvarer med timingen skissert av selger i hans korrespondanse med Foretaket rundt årsskiftet. Finanstilsynet påpeker i denne sammenheng også at Foretaket selv – et annet sted i Tilsvaret (se punkt 8.3) – viser til Finanstilsynets gjengivelse i Varselet av dialogen mellom Foretaket og selger. Foretaket påpeker at *“Det fremgår her at [selger] ønsket et nokså raskt nedsalg på grunn av et særlig behov for kontanter til et huskjøp, samt at det var enighet med [selger] om å forsøke å plassere posten på kun “et par hender” og “alt i en blokk”* (vår understrekning). Det fremgår også tydelig av korrespondansen sitert i punkt 2.2 at selgers absolutte *“smertegrense”* i relasjon til pris var 6-7 kroner per aksje. Selger gir med andre ord Foretaket helt tydelige føringer om ønsket volum og tidsperspektiv, og han er innforstått med at prisen i transaksjonen vil bli betydelig lavere enn gjeldende markedskurs. Finanstilsynet er ikke i tvil om at selgende aksjonær ønsket å selge den aktuelle aksjeposten innenfor de parameterne som var skissert og følgelig at Foretaket innenfor disse rammene hadde mottatt en salgsordre.

Oppdraget fra selger er for øvrig bekreftet av Foretaket i deres brev til Finanstilsynet av [redacted] (vedrørende [redacted]), hvor det fremgår at: *“[selger] kontakter Fearnley Securities den 4. januar 2023 med forespørsel om Foretaket kan påta seg oppdraget om nedsalg av hans aksjer i BCS. [Selger] oppgir behov for likvide midler som følge av huskjøp. Leder Meglervirksomheten bekrefter at Fearnley Securities påtar seg oppdraget 5. januar 2023”* (vår understrekning).

For Plassering 1 mener Foretaket som nevnt at det ikke var noen rimelig grunn til å forvente at plasseringen ville bli gjennomført til en rabatt før selger hadde akseptert kjøpernes vilkår.

For Plassering 2 mener Foretaket at det ikke var noen rimelig grunn til å forvente at plasseringen ville bli gjennomført til en rabatt før kjøperne har “*vist konkret interesse*”. Foretaket skriver at dette skjedde i samtalen mellom Foretakets megler og investor 1 mandag 9. januar kl. 11:42.

Finanstilsynet er uenig i begge disse anførselene, og viser til den nærmere drøftelsen av dette under Plassering 1. En rimelig tolkning av forskjellen i de to anførselene vil imidlertid være at Foretaket for Plassering 2 vurderer selgers oppdrag til å utgjøre en konkret ordre, uten behov for ytterligere aksept fra selger.

Basert på det ovenstående, er det Finanstilsynets vurdering at opplysningene som ble formidlet til investor 1 på formiddagen mandag 9. januar 2023 – og som investor 1 informerte Foretaket om at han ville dele med andre investorer – om Foretakets salgsordre, størrelsen på aksjeposten og forventningen om rabatt både representerte opplysninger om en hendelse som var inntruffet og det indikerte at det var rimelig å forvente (realistisk mulighet) at det kom til å bli plassert en større aksjepost i BCS til en rabattert kurs innen kort tid. Opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på aksjekursen i BCS. Eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet, og dermed presisjonsvilkåret, var følgelig oppfylt.

Kurspåvirkningsvilkåret

Selger gir som nevnt klare og tydelige føringer for tidslinjen (i løpet av en drøy uke) og ønsket volum (2,28 millioner aksjer – en aksjepost nesten åtte ganger så stor som gjennomsnittlig dagsomsetning i BCS-aksjen i 2022). Selger er også innforstått med at prisen vil bli betydelig lavere enn gjeldende markedskurs, jf. sitatene inntatt over i punkt 2.2.

Finanstilsynet anser det som klart at en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet Foretakets opplysninger om salgsordren, størrelsen på aksjeposten og forventet rabatt som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger, fordi informasjonen kan antyde en forhøyet risiko for kursnedgang i BCS-aksjen. Det samme gjelder for opplysningen om navnet på selger – en av gründerne av BCS og tidligere administrerende direktør i selskapet. Det siste ble uttrykkelig adressert av investor 1 – som forstod hvem som var selger – og som uttalte “*så det er jo en innsider selv om han ikke er i styret [...] så det er jo veldig negativt, men får håpe markedet tar det da*”.

Finanstilsynet finner derfor ikke grunnlag for å vektlegge Foretakets anførsler om at markedet forventet at selger ville selge seg ut av BCS og at selger nylig var frigjort fra en “lock-up” avtale i denne sammenheng. Foretakets tidligere erfaring med denne aksjonæren er også mindre relevant. Kurspåvirkningsvilkåret var dermed oppfylt da Foretaket kontaktet investor 1 mandag formiddag 9. januar 2023. Som nevnt falt kursen på BCS-aksjen umiddelbart etter at transaksjonen ble meldt i markedet mandag 9. januar 2023 kl. 14:12, og var ved børs slutt på 8,43 kroner per aksje. Dette tilsvarer en nedgang på 15,6% fra sluttkurs foregående handelsdag, fredag 6. januar 2023.

Offentlighetsvilkåret

Foretaket anfører som nevnt at markedet over en lengre periode hadde forventet at selger ville selge seg ut av BCS, at selger nylig var frigjort fra en “lock up” avtale, og at det var betydelige spekulasjoner og forventninger om at aksjeposten hans ville omsettes. Til dette bemerker Finanstilsynet at opplysningene Foretaket hadde om plasseringen ikke var spekulasjoner eller generelle forventninger, men snarere konkrete opplysninger om i) en salgsordre fra en av gründerne

og tidligere administrerende direktør i BCS av hele hans aksjepost i BCS på 2,28 millioner aksjer og ii) at selger var innforstått med at posten sannsynligvis ville omsettes med en betydelig rabatt. Uavhengig av om det verserte spekulasjoner i markedet, var ikke disse konkrete opplysningene offentlig kjent på tidspunktet Foretaket kontaktet investor 1 på formiddagen mandag 9. januar 2023. Plasseringen ble først offentlig kjent da Foretaket rapporterte handelen klokken 14:12 mandag 9. januar 2023.

Det er Finanstilsynets klare vurdering at de konkrete opplysningene om Plassering 2 innebar et utnyttelsespotensial for mottaker av informasjonen. Vilkåret om at informasjonen “*ikke er blitt offentliggjort*” var dermed også oppfylt.

Plassering 2 - Oppsummering

Finanstilsynets konklusjon er dermed at den foreliggende informasjonen om Plassering 2, som redegjort for over, oppfylte samtlige fire vilkår i MAR artikkel 7 nr. 1a) og d), jf. nr. 2 og nr. 4 og følgelig utgjorde innsideinformasjon, på det tidspunktet Foretakets megler kontaktet investor 1 kl. 11:11 mandag 9. januar 2023.

I forlengelsen av denne konklusjonen, viser Finanstilsynet til Foretakets compliance rapport for januar 2023, datert 7. februar 2023, som er etterspurt og gjennomgått av Finanstilsynet. Som beskrevet i Varselet, iverksatte Foretaket undersøkelser vedrørende Plassering 2 etter henvendelsen fra Finanstilsynet i midten av januar 2023. Compliance konkluderer som følger på spørsmålet om Plassering 2 utgjorde innsideinformasjon: “*[...] Compliance er av den oppfatning at denne blokktransaksjonen besitter innsideinformasjon som følge av blokkens størrelse (jf. volum i markedet) samt selger som var en av gründerne i BCS. Blokkens størrelse tilsier at kursen i markedet ville blitt påvirket merkbart og at en rasjonell investor vill inkorporere dette i hans beslutningsgrunnlag. Gitt denne vurderingen observerer compliance at informasjonshåndtering ikke har vært utført i overensstemmelse med instruksverket. Det burde også vært vurdert om blokktransaksjonen av forsiktighetsgrunner skulle vært utført etter børs*” (vår understrekning). Foretakets compliancefunksjon har følgelig kommet til samme konklusjon som Finanstilsynet.

Plassering 3:

Foretaket skriver at siden det var offentlig kjent at Biofish hadde utsatt en planlagt emisjon, og at Biofish eller Foretaket ville fortsette pågående diskusjoner med relevante parter, så dreier en innsidevurdering i denne saken seg om en fremtidig, mulig begivenhet knyttet til en emisjon på vilkårene diskutert mellom Foretaket og de potensielle investorene.

Foretaket mener, både med hensyn til presisjonsvilkåret og kurspåvirkningsvilkåret, at det ikke oppstod innsideinformasjon i Plassering 3 før styret i Biofish hadde akseptert de fremlagte transaksjonsvilkårene onsdag 11. januar kl. 17:47. Foretaket anfører at det vurderte opplysningene om den potensielle emisjonen til å være “*såpass spesifikke og realistiske at de utgjorde innsideinformasjon*” først da Biofish-styrets aksept forelå, og at før dette tidspunktet “*forelå det ikke konkret informasjon som en fornuftig investor sannsynligvis ville tatt i betraktning ved en vurdering av en investeringsbeslutning i selskapet og det var ikke rimelig grunn til å forvente noen emisjon til en kurssensitiv rabatt*”. Til støtte for sitt syn trekker Foretaket frem at siden det dreide seg om en fremtidig, mulig begivenhet må det være “*rimelig grunn til å forvente – i betydningen opp mot*

sannsynlighetsovervekt” at styret ville akseptere emisjonsvilkårene, og viser til HR-2022-695. Foretaket legger til at det frem til en eventuell styreaksept ikke forelå en slik *“rimelig grunn”* fordi det var betydelig usikkerhet knyttet til flere forhold (som nytt styre, DD, warrants og tomteverdi) og fordi historikken til utstederen ikke tilsa *“opp mot sannsynlighetslikevekt for at styret ville gjennomføre noen emisjon på de vilkår som Foretaket forespeilet for utstederselskapet basert på de meglerinitierte samtale med potensielle investorer”*.

Presisjonsvilkåret

Finanstilsynet viser til at et flertall av de potensielle investorene i perioden fredag 6. januar – onsdag 11. januar 2023 mottok konkrete opplysninger om den foreslåtte emisjonen som skulle presenteres for Biofish-styret – inkludert størrelse, struktur og tegningskurs på 1 krone per aksje. Det ble også gitt opplysninger om hvilke sentrale investorer som stilte seg bak forslaget og deres indikerte tegningsbeløp. Biofish-aksjen ble som nevnt omsatt på børsen til kurser rundt 2,50 kroner mandag 9. januar og tirsdag 10. januar, mens den falt 11. januar (dagen før emisjonen ble offentliggjort) til 1,69 kroner.

Foretaket betegner i Tilsvaret samtale med potensielle investorer i denne perioden som *“meglerinitierte”*. Finanstilsynet legger til grunn at Foretakets mandatavtale knyttet til Plassering 3, som ble inngått med Biofish 22. desember 2022, fortsatt var gjeldende i denne perioden og at Foretaket dermed fortsatt hadde et oppdrag om å plassere en emisjon av nye aksjer i Biofish til en verdi på ca. 50 millioner kroner. Det vises også til at Foretaket som nevnt skriver i Tilsvaret at Biofish eller Foretaket ville fortsette pågående diskusjoner med relevante parter.

I likhet med Plassering 1, mener Foretaket at det ikke var noen rimelig grunn til å forvente at Plassering 3 ville bli gjennomført til en rabatt før selger – i dette tilfellet styret i Biofish – hadde akseptert transaksjonsvilkårene. Foretaket viser i denne forbindelse til en høyesterettsdom som støtte for at det med *“rimelig grunn til å forvente”* menes *“opp mot sannsynlighetsovervekt”*. For ordens skyld siterer Finanstilsynet hele setningen fra avsnitt 61 i den aktuelle dommen⁶: *“minstekravet til sannsynlighet for at en mulig fremtidig omstendighet skal kunne utgjøre innsideinformasjon, ligger opp mot sannsynlighetslikevekt, men noe lavere”*. Utover å påpeke at Foretakets gjengivelse av minstekravet til sannsynlighet fra dommen ikke er korrekt, finner Finanstilsynet ikke grunn til å drøfte Foretakets anførsel om *“sannsynlighetsovervekt”* ytterligere. Finanstilsynet er, som nevnt både under Plassering 1 og Plassering 2, uenig i Foretakets anførsel om at det ikke forelå *“presise opplysninger”* (og at opplysningene dermed ikke utgjorde innsideinformasjon) før selger – i dette tilfellet styret i Biofish – hadde akseptert betingelsene. Det vises for øvrig til den nærmere drøftelsen av dette under Plassering 1.

Basert på forholdene redegjort for over, er det Finanstilsynets vurdering at opplysningene som ble formidlet til investorene i perioden fredag 6. januar – onsdag 11. januar 2023 om størrelse, struktur, tegningskurs og støtte fra investorer representerte opplysninger om en hendelse som var inntruffet og

⁶ HR-2022-695, avsnitt 61.

det indikerte at det var rimelig å forvente at det kom til å bli plassert en emisjon i Biofish til en rabattert kurs innen kort tid. Opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på aksjekursen i Biofish. Eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet, og dermed presisjonsvilkåret, var følgelig oppfylt.

Kurspåvirkningsvilkåret

Det var offentlig kjent at Foretaket i den aktuelle perioden hadde et oppdrag fra Biofish om å plassere en emisjon av nye aksjer til en verdi på ca. 50 millioner kroner, og at Biofish eller Foretaket ville fortsette pågående diskusjoner med relevante parter. De involverte potensielle investorene fikk blant annet opplysninger om en foreslått emisjonskurs som var lav i forhold til gjeldende børskurs og hvilke sentrale investorer som stilte seg bak forslaget og deres indikerte tegningsbeløp.

Selv om det ikke var sikkert at styret i Biofish ville akseptere de foreslåtte transaksjonsvilkårene fra Foretaket og investorene, så anser Finanstilsynet det som klart at en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet Foretakets opplysninger om den mulige emisjonen som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger, fordi informasjonen kan antyde en forhøyet risiko for kursnedgang i Biofish-aksjen. Kurspåvirkningsvilkåret var dermed også oppfylt.

Offentlighetsvilkåret

Foretakets plasseringsoppdrag fra Biofish var kjent. Opplysningene som ble formidlet av Foretaket til investorene om emisjonskursen og interessen fra sentrale investorer var imidlertid ikke kjent. Det er Finanstilsynets klare vurdering at disse opplysningene innebar et utnyttelsespotensial for mottakerne av informasjonen. Vilkåret om at informasjonen *“ikke er blitt offentliggjort”* var dermed også oppfylt.

Plassering 3 – Oppsummering

Finanstilsynets konklusjon er dermed at den foreliggende informasjonen om Plassering 3, som redegjort for over, oppfylte samtlige fire vilkår i MAR artikkel 7 nr. 1 a) og d), jf. nr. 2 og 4, og følgelig utgjorde innsideinformasjon i perioden 6. til 11. januar 2023.

4.2 Foretakets håndtering av Plasseringene

Plassering 1 og Plassering 2

Ettersom flere omstendigheter i relasjon til Foretaket er sammenfallende for Plassering 1 og 2, vil Finanstilsynet behandle spørsmålet om Foretakets håndtering av de to plasseringene samlet i det følgende.

Foretaket har som nevnt ikke kunnet fremlegge dokumentasjon på at det ble foretatt skriftlige innsidevurderinger knyttet til de to ordrene i BCS. Dette er som nevnt erkjent av Foretaket. Spørsmål om innsideinformasjon har imidlertid, som sitatene i punkt 2.2 illustrerer, kommet opp ved et par anledninger. Når det gjelder Plassering 1, fremgår det av dialogen mellom daglig leder og selgers representant at sistnevnte i samtalen mandag 8. august 2022 kl. 11:28 sier: *“vi er ikke i styret eller noen ting, det er ikke innside”* (vår understrekning). I en etterfølgende samtale med en potensiell investor samme dag uttaler Foretakets megler - på direkte spørsmål fra investor om vedkommende er *“innsider”* - *“Nei, det er jo en blokk dette her da [...] så det er ikke noe innside [...] det er bare en*

blokk vi forsøker å plassere. Det er ikke noe plassering, altså det er ikke noe emisjon eller noe sånt. Det er bare en annenhåndstransaksjon, så det er ikke noe wallcrossing eller innsidegreier” (vår understrekning). Tilsvarende fremgår det av intern e-postkorrespondanse 4. januar 2023 kl. 09:28 i forbindelse med Plassering 2 at daglig leder skriver *“han [selger] har ingen formell rolle i sel[s]skapet eller styre lenger...ingen inside problematikk?”*. På dette svarer en ansatt i Foretakets IB-avdeling samme dag: *“Nei ingenting der – han hadde en lock-up som gikk ut i slutten av november”*.

I disse vurderingene ble det kun fokusert på om selger var primærinnsider og at det ikke dreide seg om en emisjon eller wallcrossing. Dette er som kjent ikke tilstrekkelige kriterier for å avgjøre hvorvidt en transaksjon utgjør innsideinformasjon. Dette er heller ikke i tråd med Foretakets “Meglerinstruks”, som var gjeldende på tidspunktet for de to transaksjonene i BCS, hvor det i punkt 10.4 blant annet spesifiseres at *“Hva som er innsideinformasjon, må vurderes konkret”*, og angir enkelte relevante momenter som skal vurderes, blant annet *“[...] måten ordren plasseres på, for eksempel prisintervallet, tidsperspektivet, og hvem som har inngitt ordren [...]”*. Finanstilsynet har i denne sammenheng merket seg compliance sin omtale av dette i relasjon til Plassering 2 i rapporten for januar 2023, hvor det på s. 2 fremgår: *“[...] Spørsmålet om innsideinformasjon er behandlet internt, men i vurderingen er det ikke hensyntatt blokkens kurspåvirkning som følge av omsatt volum i markedet og kilden (tidligere grunder). Vurderingen var kun basert på om selger av blokken er primærinnsider eller ikke”* (vår understrekning).

Foretaket skriver flere ganger i Tilsvaret at det vil *“oppfordre [Finanstilsynet] til varsomhet med å trekke slutninger om vedkommendes kunnskap og kompetanse om regelverket basert på denne form for uttalelser”* og *“Det bør utvises varsomhet med å vurdere personers forståelse/manglende forståelse av regelverket basert på enkeltuttalelser på tapet linje, hvor man ikke har full innsikt i kontekst og andre forhold som kaster lys over meningsinnholdet i de uttalelser som gis”*. Til dette presiserer Finanstilsynet at uttalelsene ikke er vurdert isolert, men som en del av den samlede dokumentasjonen Finanstilsynet har mottatt. Uttalelsene skriver seg fra flere ulike personer i Foretaket med ulike stillingstitler/nivåer. Ingen av de involverte ansatte stilte på noe tidspunkt i prosessene kritiske spørsmål eller revurderte de innledende og ufullstendige innsidevurderingene og sørget for eskalering. Dette til tross for at både Foretakets daglige leder, meglersjef og minst en annen megler hadde kunnskap om navnet på selger, størrelsen på aksjepostene – som i begge tilfeller var betydelige – og forventningen om en rabattert kurs. I tillegg ble en ansatt fra Foretakets IB-avdeling kontaktet direkte av selger om Plassering 2, og hadde dermed også kjennskap til denne transaksjonen. Dette alene burde etter Finanstilsynets oppfatning gitt grunnlag for at de involverte ansatte stilte kritiske spørsmål om hvorvidt informasjonen utgjorde innsideinformasjon. Dette vitner, som Finanstilsynet skrev i Varselet, om manglende bevissthet, kunnskap og kompetanse om hva som kan utgjøre innsideinformasjon.

Inntrykket av en grunnleggende manglende forståelse for informasjonens karakter blir ytterligere forsterket av at nevnte ansatte i Foretaket – om enn i ulik grad – var involvert i begge plasseringene i BCS, som fant sted med ca. fem måneders mellomrom. Som nevnt reagerte heller ikke noen av de involverte ansatte på informasjonen eller stilte kritiske spørsmål i forbindelse med den siste plasseringen i januar 2023 som kunne medført at det ble foretatt en tilstrekkelig vurdering av innsidespørsmålet. Finanstilsynet finner dette klart kritikkverdig og klanderverdig, og mener at involverte ansatte ikke har utvist den bevissthet og årvåkenhet som bør kunne forventes av ansatte i

et verdipapirforetak generelt, og av ledere for sentrale virksomhetsområder spesielt. Det dreier seg også om et regelverk som gjelder Foretakets kjernevirksomhet.

I forlengelsen av ovennevnte forhold bemerker Finanstilsynet at Foretakets håndtering av Plassering 1, hvor potensielle investorer som nevnt fikk til dels ulik informasjon, utgjør et klart brudd på vphl. § 10-9.

For ordens skyld bemerkes det i denne sammenheng også at Finanstilsynet har gjennomgått de aktuelle lydopptakene i sin helhet gjentatte ganger. I tillegg har Finanstilsynet ved flere anledninger forespurt Foretaket – senest ved e-post av 31. oktober 2024 etter mottak av Tilsvaret – om konkret korrespondanse, nettopp for å sikre at ethvert relevant lydopptak/dokumentasjon som kan kaste lys over plasseringene i BCS er forelagt og gjennomgått av Finanstilsynet. Vi deler derfor ikke Foretakets oppfatning om at Finanstilsynet “*mangler full innsikt i kontekst og andre forhold som kaster lys over meningsinnholdet*”. Av de samme grunner finner Finanstilsynet heller ikke grunnlag for å tillegge Foretakets anførsler på dette punktet noen vekt.

Som beskrevet i Varselet, finner Finanstilsynet det også kritikkverdig at Foretakets compliancefunksjon ikke har avdekket noen av disse alvorlige avvikene på eget initiativ. En rekke faktorer, særlig ordrenes størrelse og kursutviklingen i aksjen, tilsier at de to plasseringene i BCS burde blitt fanget opp av compliance, både gjennom egne observasjoner og/eller gjennom alarmer i Foretakets elektroniske overvåkningssystem. Dette ble ikke gjort. Foretaket skriver som nevnt at det har tatt denne kritikken til etterretning når det gjelder Plassering 1, men påpeker i relasjon til Plassering 2 at Finanstilsynets henvendelse kom kun syv dager etter at transaksjonen var gjennomført. Til dette påpeker Finanstilsynet at de faktiske forholdene i denne transaksjonen tilsier at compliance burde ha fanget opp dette, uavhengig av Finanstilsynets henvendelser.

I tillegg kommer at Foretaket på tidspunktet for plasseringene i BCS ikke hadde rutiner og prosedyrer for vurdering og håndtering av innsideinformasjon ved større ordre som mottas på meglerbordet. Foretaket har som nevnt erkjent at det “*burde*” hatt mer operasjonelle rutiner for håndtering av blokktransaksjoner på plass på tidspunktet for gjennomføring av plasseringene i BCS, og at blokkkomiteen “*i for liten grad*” var involvert i konkrete transaksjoner siden oppstart våren 2023. Foretaket viser også til at sentrale elementer i den någjeldende rutinen for blokkhandler, vedtatt etter plasseringene i BCS, var dekket av øvrige rutineverk på det aktuelle tidspunktet, samt at dagjeldende meglerinstruks var i tråd med “*bransjepraksis*”.

Finanstilsynet deler ikke denne oppfatningen, og viser til at Foretaket plikter å ha “*tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder*”, se vphl. § 9-16 (1). Plasseringene gjennomgått i denne rapporten viser tydelig at Foretaket ikke har hatt “*tilstrekkelige og betryggende*” retningslinjer og prosedyrer for vurdering og håndtering av innsideinformasjon ved større ordre på meglerbordet. Det er ikke tilstrekkelig at Foretakets øvrige rutiner inneholdt bestemmelser av relevans for vurdering og håndtering av innsideinformasjon ved større ordre. Eksempelvis har Foretaket ikke hatt prosedyrer og rutiner for å vurdere hvilke elementer som bør hensyntas i innsidevurderingen ved større ordre på meglerbordet, veiledning for håndtering av toneangivende investorer i slike transaksjoner og interessekonflikter som typisk kan aktualiseres, eller rutiner som adresserer eskalering av innsidevurderinger i tvilstilfeller. Som påpekt i Varselet, kunne Finanstilsynet heller ikke se at Foretaket på daværende tidspunkt hadde fastsatt kriterier for hvilke

transaksjoner som skal bringes inn for Foretakets “Block Committee”, opprettet våren 2023 etter henvendelsen fra Finanstilsynet. Fraværet av slike rutiner, veiledning og prosedyrer, som skal være et sentralt hjelpemiddel for å sikre god regelverksetterlevelse, kan enkelt medføre lavere bevissthet og større usikkerhet om tematikken hos relevante ansatte.

Finanstilsynet registrerer Foretakets opplærings- og forbedringstiltak. Det bemerkes imidlertid at tiltakene først ble iverksatt av Foretaket våren 2023, etter gjennomføring av Plasseringene og etter Finanstilsynets henvendelse angående Plassering 2 i midten av januar 2023. Det er videre vår klare vurdering at Foretaket har manglet vesentlige rutiner og prosedyrer, og at relevante ansatte ikke kan ha mottatt tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon ved større ordre på meglerbordet eller tilstrekkelig dilemmatrening. Tilsvarende gjelder for ledende ansatte. Dette har medført svært lav bevissthet og årvåkenhet blant relevante ansatte i ledende stillinger og på meglerbordet, som burde stilt kritiske spørsmål og sørget for at det ble foretatt fullverdige innsidevurderinger. Dette ble som kjent ikke gjort på noe tidspunkt i plasseringene i BCS, til tross for at også daglig leder og meglersjefen var involvert. Dette må som nevnt kunne forventes av et verdipapirforetak. Finanstilsynet opprettholder dermed sin vurdering om at forholdene tyder på at det foreligger en alvorlig systemsvikt i Foretaket. Finanstilsynet ser svært alvorlig på dette.

Plassering 3

Foretaket ser i Tilsvaret ut til, i forbindelse med vurdering av innsideinformasjon, å legge stor vekt på at samtalene med potensielle investorer var “meglerinitierte”. På et spørsmål fra en investor om hvordan Foretaket håndterer innsideinformasjon og det at denne investoren ikke er “krysset” (formelt gjort til insider) svarer Foretakets IB-medarbeider: *“Den formelle statusen er at vi jobber med et meglerinitiativ som vi ønsker å legge frem for styret når vi er i posisjon”*. Finanstilsynet legger imidlertid som nevnt til grunn at Foretakets mandatavtale knyttet til Plassering 3, som ble inngått med Biofish 22. desember 2022, fortsatt var gjeldende og at Foretaket dermed fortsatt hadde et emisjonsoppdrag fra Biofish. Foretaket skriver også i Tilsvaret som nevnt at Biofish eller Foretaket ville fortsette pågående diskusjoner med relevante parter. Finanstilsynet er dermed ikke enig i at dette kan tillegges vesentlig vekt i en innsidevurdering.

Uavhengig av dette burde Foretaket uansett – på et langt tidligere tidspunkt enn da Biofish-styret aksepterte betingelsene – vurdert om opplysningene som ble gitt til potensielle investorer utgjorde innsideinformasjon. Ingen av de involverte ansatte stilte på noe tidspunkt i prosessen kritiske spørsmål eller revurderte de innledende og ufullstendige innsidevurderingene og sørget for eskalering. Dette til tross for at både Foretakets daglige leder, meglersjef, en IB-medarbeider og en annen av Foretakets meglere hadde kunnskap om de konkrete transaksjonsvilkårene som ble diskutert med potensielle investorer. Dette burde etter Finanstilsynets oppfatning gitt grunnlag for at de involverte ansatte stilte kritiske spørsmål om hvorvidt informasjonen utgjorde innsideinformasjon. Dette vitner, som for Plassering 1 og 2, om manglende bevissthet, kunnskap og kompetanse om hva som kan utgjøre innsideinformasjon og tyder på en alvorlig systemsvikt i Foretaket. Finanstilsynet finner det skjerpene at Foretaket ikke på noe tidspunkt før 11. januar 2023, selv om prosessen stadig utviklet seg, kan dokumentere fornyede og grundige vurderinger av innsidespørsmålet. Forholdet bryter også med vphl. § 10-9.

4.3 Finanstilsynets konklusjon

Det er Finanstilsynets konklusjon at opplysningene om henholdsvis Plassering 1, Plassering 2 og Plassering 3 oppfyller samtlige fire vilkår i MAR artikkel 7 nr. 1a) og d), jf. nr. 2 og nr. 4 og dermed utgjorde innsideinformasjon. Finanstilsynet ser svært alvorlig på Foretakets mangelfulle håndtering av Plasseringene, og omfanget av dette både i tid og antall transaksjoner.

5. Ulovlig spredning av innsideinformasjon – Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

Som følge av Finanstilsynets konklusjon om at opplysningene om Plasseringene utgjorde innsideinformasjon, er det neste spørsmålet om Foretaket i forbindelse med Plasseringene har overtrådt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 10 nr.1, se artikkel 14 bokstav c), jf. vphl. § 3-1 (1).

For en nærmere redegjørelse om relevante rettslige grunnlag, vises det til punkt 2.1. Enkelte av Foretakets anførsler i Tilsvaret knyttet til MAR artikkel 10 nr. 1, jf. artikkel 14 c) fordrer imidlertid en supplerende redegjørelse om det rettslige grunnlaget fra Finanstilsynets side, se punkt 5.3 under.

5.1 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet at Foretaket, i relasjon til samtlige tre Plasseringer, ved å dele innsideinformasjon uten samtykke fra mottakerne og ved å unnlate å opplyse om at det gjelder innsideinformasjon og hvilke regler som aktualiseres, har overtrådt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 14 c), jf. artikkel 10, jf. vphl. § 3-1. Foretaket kan dermed ha satt investorer i en ufrivillig innsideposisjon. Det var følgelig også Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket, i relasjon til samtlige tre Plasseringer, ikke hadde opptrådt i tråd med investorkundenes beste interesse og også hadde brutt kravene til god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-9 (1).

I relasjon til Plassering 1 og 2 skrev Finanstilsynet at det fant det skjerpene at Foretaket, i ett tilfelle som er nærmere beskrevet i Varselet og over i punkt 2.2, benektet overfor investor at informasjonen var å anse som innsideinformasjon. Finanstilsynet skrev også at det så svært alvorlig på Foretakets mangelfulle håndtering av Plassering 1 og Plassering 2 og Foretakets ulovlige spredning av innsideinformasjon.

Finanstilsynet skrev videre, i relasjon til Plassering 3, at Finanstilsynet anså det som skjerpene at Foretaket ikke på noe tidspunkt før 11. januar 2023 kan dokumentere at det ble foretatt fornyede vurderinger av innsidespørsmålet selv om prosessen stadig utviklet seg. Finanstilsynet bemerket også at Foretaket på direkte spørsmål fra investor om hvordan Foretaket håndterte innsideinformasjon kun henviste til at det dreide seg om et “*meglerinitiativ*”. Finanstilsynet anså det som alvorlig og skjerpene at den ulovlige informasjonsspredningen også i dette tilfellet er gjennomført av blant annet Foretakets daglige leder og meglersjef.

5.2 Foretakets kommentarer

Forutsatt at Finanstilsynet skulle komme til at Foretakets ansatte har formidlet innsideinformasjon, anfører Foretaket subsidiært at det ikke er enig i Finanstilsynets forståelse av vilkåret “normal utøvelse” i MAR artikkel 10 nr. 1, jf. artikkel 14 bokstav c). Foretaket gjør gjeldende at Finanstilsynets tolkning av bestemmelsen innebærer at klarhetskravet i den europeiske menneskerettighetskonvensjonen (EMK) artikkel 7 ikke er oppfylt, og dermed at ileggelse av et overtredelsesgebyr i denne saken mangler rettslig grunnlag.

Foretaket mener at klarhetskravet kan medføre at det foreligger (kritikkverdige) forhold som gir grunnlag for pålegg om retting etter vphl. § 20-3, uten at verdipapirforetaket samtidig kan ilegges overtredelsesgebyr etter lovens kapittel 21 for samme forhold. For at hjemmelskravet i EMK artikkel 7 skal være oppfylt, viser Foretaket til at beskrivelsen av handlingen i en bestemmelse som kan utløse “straff” må være så klart uttrykt at det i de fleste tilfeller ikke er tvil om hvorvidt handlingen omfattes av bestemmelsen, jf. EMDs storkammerdom 15. november 1996 i saken mot Cantoni mot Frankrike avsnitt 32, omtalt i Høyesteretts dom HR-2009-1205-A avsnitt 21. Nevnte avsnitt fastsetter at “[...] lovbrudd må være klart definert ved rettsregler som er tilgjengelige for allmennheten”.

Foretaket erkjenner at myndighetene har adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av skjønnsmessige bestemmelser som MAR artikkel 10 nr. 1, jf. 14 c), men at dette vil “kreve en nærmere analyse av om den enkelte bestemmelse i forordningen, som er gjort til norsk lov, er klart definert gjennom rettsregler tilgjengelige for allmennheten – slik at det i de fleste tilfeller ikke er tvil om at handlingen/unnatelisen man står overfor omfattes av gjerningsbeskrivelsen”. Foretaket presiserer at den nevnte analysen krever lovtolkning basert på alminnelig juridisk metode, og at klarhetskravet i EMK artikkel 7 innebærer at det endelige tolkningsresultatet må ha tilstrekkelig forankring i selve loven slik at hensynet til forutberegnelighet ivaretas, jf. HR-2020-2019-A, avsnitt 17.

Foretaket deler som nevnt ikke Finanstilsynets forståelse av vilkåret “normal utøvelse” i MAR artikkel 10 nr. 1. Finanstilsynet skrev i Varselet at “det i begrepet “normal utøvelse” ligger at formidlingen av innsideinformasjon må skje på en slik måte at faren for misbruk begrenses og ikke setter mottaker i en ufrivillig innsidesituasjon. Dette forutsetter at den som formidler innsideinformasjon foretar en vurdering av hvorvidt det dreier seg om innsideinformasjon, at den som mottar innsideinformasjon gir en klar og utvetydig aksept til å motta slik informasjon og at den som formidler innsideinformasjon opplyser mottaker om de forpliktelser som følger av å motta slik informasjon. Dette skal dokumenteres [...]”.

Foretaket presiserer at det tidligere i Tilsvaret “[...] ikke har problematisert om Finanstilsynets uttalelse er en korrekt beskrivelse av reglene om ulovlig spredning av innsideinformasjon. Dette har to årsaker. For det første følger det uansett av reglene om god forretningsskikk og Foretakets interne rutiner at visse prosedyrer skal følges før man videreformidler innsideinformasjon. Det har således ikke vært sentralt å skille mellom hvilke elementer i en slik norm som skyldes forbud mot spredning av innsideinformasjon, og hvilke elementer som skyldes andre regelverk (slik som god forretningsskikk eller interne rutiner). Disse reglene henger opplagt nært sammen, og i et alminnelig praksistilsynsperspektiv/forvaltningsperspektiv [...] har det ikke gitt mening å skille mellom de ulike hjemmelsgrunnlagene. I et sanksjonsperspektiv har det imidlertid stor betydning å gjøre et slikt skille, siden det kun er regelen om ulovlig spredning av innsideinformasjon som kan sanksjoneres med

overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-1 i foreliggende sak. For det andre, gjelder ikke et særskilt klarhetskrav ved tolkning av reglene om spredning av innsideinformasjon når reglene anvendes i en tilsynsmessig/forvaltningsrettslig sammenheng. Et slikt krav gjelder imidlertid ved anvendelse av sanksjonsregimet i vphl. § 21-1, siden sanksjonen anses som straff etter EMK”.

Etter Foretakets syn kan ikke “disse vilkårene” som oppstilles av Finanstilsynet i Varselet utledes av ordlyden til MAR artikkel 10 nr. 1. Heller ikke rettspraksis eller relevante forarbeider gir etter Foretakets syn støtte for at de “tilleggsvilkår” Finanstilsynet “legger til grunn”, er nødvendige vilkår for at formidling av innsideinformasjon skal være lovlig etter MAR. Foretaket “minner om at MAR utgjør et totalharmonisert regelverk innenfor sitt virkeområde”, og skriver at “vilkårene er under enhver omstendighet ikke så klare at de kan danne grunnlag for ileggelse av “straff””.

Foretaket påpeker at vilkårene Finanstilsynet “legger til grunn”, gjenfinnes i “safe harbour”-regelen om markedssonderinger i MAR artikkel 11. Foretaket skriver at lovgiver på EU-nivå uttrykkelig har sagt i avsnitt 35 i fortalen at manglende etterlevelse av disse vilkårene ikke skal medføre noen presumpsjon for at innsideinformasjon er ulovlig delt i en markedssondering. Når Finanstilsynet “legger til grunn” de nevnte vilkårene på generell basis – ikke bare i profesjonelle markedssonderinger i forbindelse med emisjoner og blokksalg – oppstilles det i realiteten en presumpsjon i direkte motstrid med fortalen til MAR.

Foretaket viser videre til tidligere vphl. § 3-4 hvor det ble oppstilt krav om at den som var i besittelse av innsideinformasjon måtte utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjon ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Foretaket viser til at departementet i forbindelse med innføringen av MAR i norsk rett i Prp. 96. LS (2018-2019) punkt 6.5.5 uttalte:

“Departementet er videre enig med utvalget i at spesifikke krav til tilbørlig informasjonshåndtering etter gjeldende verdipapirhandellov § 3-4 annet ledd må oppheves i sin nåværende form, men at generelle krav til forsvarlig informasjonshåndtering følger forutsetningsvis av markedsmissbruksforordningen artikkel 10 i tillegg til spesifikke krav etter andre bestemmelser i forordningen”.

Etter Foretakets syn underbygger departementets begrunnelse for å oppheve reglene om forsvarlig håndtering av innsideinformasjon at det ikke “kan utledes en rekke handleplikter for avgiver av innsideinformasjon med hjemmel i MAR”. Foretaket mener også at klarhetskravet som følger av EMK artikkel 7 underbygger en slik tolkning. Foretaket gjentar at ileggelse av administrative sanksjoner som skal likestilles med straff krever klar lovhjemmel, og mener at det ikke foreligger i denne saken. Det skriver deretter: “Alene av denne grunn må varselet om overtredelsesgebyr frafalles”.

Avslutningsvis i denne sammenheng skriver Foretaket at det er “[...] enig i at meglere som hovedregel i forbindelse med større annenhåndstransaksjoner skal dokumentere sin innsidevurdering, innhente samtykke fra mottakerne før deling av innsideinformasjon og orientere om reguleringen av innsideinformasjon i den forbindelse. Dette følger av rutineverket til Foretaket, minimerer risikoen for markedsmissbruk og vil i mange tilfeller også følge av god forretningskikk. [...] Poenget vårt i denne sammenheng er at disse pliktene ikke følger av reglene om spredning av innsideinformasjon i seg selv og at manglende overholdelse dermed ikke kan danne grunnlag for å ilegge det som er en “straff” i medhold av EMK art. 7. Samlet sett mener vi Finanstilsynets uttalelse om hva de “legger til grunn” som vilkår for at spredning av innsideinformasjon skal finne sted, mangler tilstrekkelig rettslig forankring i MAR”.

5.3 Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

Innledningsvis presiserer Finanstilsynet at et overtredelsesgebyr etter verdipapirhandelloven er en administrativ sanksjon som regnes som straff etter EMK, jf. fvl. §§ 43 og 44, slik Foretaket korrekt viser til. Hjemmelsgrunnlaget for overtredelsesgebyret må dermed tolkes i lys av legalitetsprinsippet og EMK artikkel 7, som innebærer at det endelige tolkningsresultatet må ha tilstrekkelig forankring i selve loven, slik at hensynet til forutberegnelighet ivaretas⁷. Klarhetskravet innebærer med andre ord at det må fremgå tydelig i loven hvilke handlinger eller unnlater som kan føre til en sanksjon ved overtredelse og hvilken personkrets, eventuelt foretak, det kan reageres mot. Dette innebærer at MAR artikkel 10. nr. 1, jf. artikkel 14 bokstav c må tolkes i lys av klarhetskravet. Det er også på det rene at det kun er disse bestemmelsene som kan sanksjoneres med overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-1 i denne saken. Finanstilsynet er dermed enig i Foretakets anførsler på dette punktet.

Klarhetskravet må følgelig vurderes konkret i hvert enkelt tilfelle og vil avhenge av hvem som berøres. Uttalelser i NOU 2003:15 punkt 12.3.1 er treffende i denne sammenheng:

“På en del forvaltningsområder skjer det en utfylling av regelverket ved forskrifter, slik at de nærmere handlingsnormene ikke fremgår direkte av lovteksten. Denne fremgangsmåten er nødvendig for å hindre at lovene blir altfor omfattende og innebærer også at endringer kan skje på en enklere måte. Ulempen er at forskrifter er mindre tilgjengelige og at man ikke kan lese direkte i loven hva som kan føre til en sanksjon. Betenkelighetene ved en slik ordning er mindre når det dreier seg om et spesialisert felt der det må forventes at de som berøres av regelverket har god kjennskap til det, f.eks. næringsdrivende, enn når det gjelder regler for “folk flest” [...]”

I en del bestemmelser brukes rettslige standarder av typen “god forretningsskikk”, “god megleriskikk” eller lignende. I utgangspunktet kan slike formuleringer synes uklare. Det vil imidlertid normalt ha utviklet seg retningslinjer innen bransjen og hos rettshåndhevende myndigheter som avklarer hva som ligger i begrepene. På samme måte som ved delegert lovgivning må det forutsettes at de grupper som berøres har satt seg inn i hva som nærmere ligger i begrepene. Bruk av rettslige standarder er også godtatt i strafferetten” (våre understrekninger).

Tilsvarende oppfatning er også lagt til grunn av EMD. I Groppera Radio AG m.fl. mot Sveits (dom av 28.03.90, avsnitt 68), uttaler domstolen at *“the scope of the concepts of foreseeability and accessibility depends to a considerable degree on the content of the instrument in issue, the field it is designed to cover and the number and status of those to whom it is addressed”*. I Perrin mot Storbritannia (dom av 18.10.05, avsnitt 4) uttales det *“[...] Moreover, he was carrying on a professional activity with his internet site and could therefore be reasonably expected to have proceeded with a high degree of caution when pursuing his occupation and to take legal advice [...]”*.

Finanstilsynet har kommet til at opplysningene om de tre Plasseringene utgjorde *“innsideinformasjon”*, se punkt 4. Videre synes det ikke å være bestridt at opplysningene ble formidlet av Foretakets ansatte til investorene som redegjort for i punkt 2.2, og dermed at vilkåret om at en

⁷ Jf. Høyesteretts dom HR-2020-2019-A, avsnitt 17.

person “*sprer informasjonen til en annen person*” er oppfylt, jf. MAR artikkel 10 nr. 1, se artikkel 14 c).

Det avgjørende blir etter dette om spredningen av innsideinformasjonen om Plasseringene skjedde “*som ledd i den normale utøvelsen*” av de ansattes arbeid, yrke eller forpliktelser i Foretaket, slik at spredningen likevel anses som lovlig, jf. MAR artikkel 10 nr.1, se artikkel 14 c), jf. vphl. § 3-1.

Uttrykket “*som ledd i den normale utøvelsen*” er ikke nærmere definert i MAR. EU-domstolen har i slike tilfeller slått fast⁸:

“The meaning and scope of terms for which European Union law provides no definition must be determined by considering their usual meaning in everyday language, while also taking into account the context in which they occur and the purpose of the rules of which they are part”.

Tolkningen må i samsvar med EU-domstolens uttalelser og alminnelig juridisk metode ta utgangspunkt i en naturlig språklig forståelse av ordlyden. Klarhetskravet er ikke til hinder for dette, men kravet innebærer som nevnt at det endelige tolkningsresultatet må ha tilstrekkelig forankring i selve loven, slik at hensynet til forutberegnelighet ivaretas⁹. Foretaket synes til dels å være enig i dette, idet det skriver i Tilsvaret at “*Myndighetene har adgang til å ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av skjønsmessige bestemmelser som for eksempel MAR artikkel 10 nr. 1, jf. 14 c)*”, men at dette “*vil kreve en nærmere analyse av om den enkelte bestemmelse i forordningen er klart definert gjennom rettsregler tilgjengelig for allmennheten - slik at det i de fleste tilfeller ikke er tvil om at handlingen/unnlåtelsen man står overfor omfattes av gjerningsbeskrivelsen*”.

En alminnelig språklig forståelse av ordlyden tilsier etter Finanstilsynets oppfatning at det må vurderes om delingen skjer i forbindelse med eller som en del av (“*som ledd i*”) ordinær atferd (“*normal utøvelse*”) i vedkommendes arbeid/yrke. Det innebærer at det må foretas en konkret vurdering av relevante rettskilder som kan belyse hva som anses som ordinær atferd i det aktuelle arbeidet/yrket. Tolkningen samsvarer tilsynelatende med Foretakets språklige forståelse av ordlyden, slik denne er gjengitt i Tilsvaret. De ansattes “*arbeid, yrke eller forpliktelse*” i denne sammenhengen er henholdsvis daglig leder, meglersjef og megler i et verdipapirforetak.

I tråd med EU-domstolens praksis skal det legges stor vekt på den aktuelle bestemmelsens kontekst og formål. At en formålsoverordnet tolkning står sentralt i EU-retten er sagt uttrykkelig i flere avgjørelser fra EU-domstolen¹⁰, blant annet i EU-domstolens storkammerdom 22. november 2005, sak C-384/02, *Grøngaard & Bang* (avsnitt 27, 31 og 32), som også Foretaket viser til, hvor det blant annet uttales at:

⁸ Sak C-119/12, avsnitt 20.

⁹ Se HR-2020-2019-A, avsnitt 17. I samme avsnitt vises det til HR-2019-900-A avsnitt 32, hvor dette uttrykkes slik at “*innholdet i straffebestemmelser må kunne klargjøres fra sak til sak*”, men at forutsetningen er at “*bestemmelsens kjerne etter denne tolkningsprosessen forblir den samme*”. Se for øvrig også avsnitt 19, hvor det vises til relevante avgjørelser fra EMD.

¹⁰ Se også C-264/14 [A5] Hedqvist (avsnitt 47).

“Even if that rule, having regard to the terms used, is capable of covering very different situations, it must, as an exception to a general prohibition and in the light of the objective pursued by Directive 89/592, be interpreted strictly [...].

As regards the scope of the exception under Article 3 (a) of Directive 89/592, it must be observed that, by requiring that the disclosure of inside information must take place in the normal course of a person’s exercise of his employment, profession or duties, that exception requires a close link between that disclosure and the exercise of that employment, that profession or those duties in order to justify such disclosure.

The scope of the latter condition must be determined by taking into consideration the objectives pursued by Directive 89/592.” (vår understrekning).

Sitatene fremhever også et ytterligere sentralt poeng i denne sammenheng: som følge av at det er tale om et unntak fra et generelt forbud mot videreformidling av innsideinformasjon og direktivets formål, gir avgjørelsen anvisning på en streng fortolkning av unntaket. Det bemerkes at avgjørelsen er avsagt i relasjon til MAD Is forgjenger. Ettersom den aktuelle ordlyden er videreført uendret i både MAD I og MAR samt at formålene er sammenfallende, er Finanstilsynet enig med Foretaket i at EU-domstolens tolkningsuttalelser må tillegges tilsvarende rettskildeverdi etter vedtakelsen av MAR i norsk rett. Finanstilsynet har for øvrig ingen innvendinger mot Foretakets fremstilling av denne avgjørelsen.

Tilsvarende synspunkt er også lagt til grunn av Høyesterett i Rt. 2012 s. 761 (Q-Free) som gjaldt tolkningen av ordlyden “*uvedkommende*” i tidligere vphl. § 3-4. Høyesterett tolket bestemmelsen slik at det normalt vil være brudd på taushetsplikten om et selskap gis informasjon om forsøk på skjult oppkjøp av selskapets aksjer. Tiltaltes formål med henvendelsen var imidlertid å forhindre innsidehandel og kursmanipulasjon med fare for tap for andre aksjonærer. Ledelsen i selskapet var da ikke å anse som “*uvedkommende*”. Det ble vist til at lovens og direktivets formål er å sikre et velfungerende aksjemarked hvor aktørene kan ha tillit til at kjøp og salg skjer på like vilkår, og det uttales (avsnitt 33):

“Den klare hovedregel er altså at innsideinformasjon bare kan gis videre til andre i den monn dette er nødvendig for ivaretagelsen av den funksjon som innsideren har og som har gjort at han har fått tilgang til informasjonen. Men ved fortolkningen må det sees hen til de formål taushetsplikten skal verne, og om de handlinger det gjelder er egnet til å svekke tilliten til at markedet fungerer rettferdig og effektivt” (vår understrekning).

Det er etter dette klart at formålsbetraktninger står sentralt og må tillegges betydelig vekt ved den nærmere fortolkningen av ordlyden “*normal utøvelse*” i MAR artikkel 10 nr. 1. Finanstilsynet går dermed over til å vurdere formålene bak MAR.

Artikkel 1 i forordningen fastsetter følgende om formålet:

“Ved denne forordning fastsettes et felles regelverk om innsidehandel, ulovlig spredning av innsideinformasjon og markedsmanipulasjon (markedsmissbruk) samt tiltak for å forhindre markedsmissbruk for å sikre integritet i finansmarkedene i Unionen og styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene” (vår understrekning).

Med “*markedsmissbruk*” forstås i denne sammenheng ulovlig atferd i finansmarkedene og anses for å omfatte blant annet innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. punkt 7 i fortalen til MAR. Det presiseres samme sted at slik atferd er til hinder for fullstendig gjennomsiktighet i markedet, noe som er en forutsetning for at økonomiske aktører vil handle på integrerte finansmarkeder. Med andre ord er det en selvstendig målsetting med MAR å forhindre ulovlig spredning av innsideinformasjon. Dette tilsier utvilsomt, som også påpekt av EU-domstolen, at unntaket må anses som snevert og tolkes strengt.

Sentrale elementer i MAR artikkel 1 fremkommer også av verdipapirhandelovens formål, slik det kommer til uttrykk i lovens § 1-1:

“Lovens formål er å legge til rette for en sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse” (vår understrekning).

Finanstilsynet presiserer i denne sammenheng at ulovlig spredning av innsideinformasjon er en form for markedsmissbruk som er egnet til å undergrave tilliten til markedet på en særlig kvalifisert måte. Det er handlinger som kan ha stort skadepotensiale, både for den utstederen som rammes og for markedet som helhet. Om den skade på verdipapirmarkedet slike lovbrudd kan føre til, har Høyesterett uttalt følgende¹¹:

“Det gjør seg gjeldende sterke allmennpreventive hensyn. Innsidekriminalitet er ofte enkelt å gjennomføre, og kan gi stor gevinst eller forhindre store tap. Handlingene rammer “markedet”, og fører ikke til tap for konkrete enkeltpersoner på samme måte som annen økonomisk kriminalitet. Forholdene er dessuten ofte vanskelig å avdekke. [...]”

Dersom enkelte har tilgang på mer informasjon, eventuelt mottar informasjon på et tidligere tidspunkt, enn øvrige aktører og utnytter dette, vil vedkommende kunne skaffe seg en ekstraordinær gevinst eller unngå et ekstraordinært tap. Dette vil kunne føre til at aktører som ikke har samme informasjonstilgang ikke finner det formålstjenlig å plassere sine midler i det norske verdipapirmarkedet. Dårlig fungerende verdipapirmarked kan gjøre det vanskelig og dyrere for selskapene å reise kapital. Forbud mot innsidehandel, andre forebyggende bestemmelser samt en effektiv håndhevelse, styrker derfor markedets evne til å tiltrekke investorer og bidrar således til økt likviditet”.

I forbindelse med gjennomføringen av MAR i norsk rett, uttaler utvalget følgende under punkt 3.3.3 i NOU 2017:14:

“Utover noen mindre språklige tilpasninger, samt at informasjon om utslippskvoter nå kan omfattes av definisjonen av innsideinformasjon, videreføres forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon uendret fra MAD I i MAR artikkel 10 nr. 1 og 14. Etter verdipapirhandeloven

¹¹ HR-2013-01977, avsnitt 35. Se også Ot.prp.nr.29 (1996-1997) om lov om verdipapirhandel s. 24. Saken gjaldt straff for overtredelse av tidligere vphl. (1997) § 14-3 (1) og (2), jf. § 2-3, § 2-4 og § 9-2. Domfelte, som var aksjemegler og partner i et av Norges største verdipapirforetak, var skyldig i fem tilfeller av oppfordring til innsidehandel, samt brudd på taushetsplikten med hensyn til innsideinformasjon og brudd på reglene om god forretningsskikk.

§ 3-4 skal innsideinformasjon ikke gis til “uvedkommende”, mens det etter MAD I og MAR fokuseres på at informasjonen kun skal gis videre innenfor normal utøvelse av et ansettelsesforhold, yrke eller annen forpliktelse. [...] Utvalget legger likevel til grunn at den praktiske konsekvensen av dette vil være begrenset. [...] Utvalget foreslår at verdipapirhandelloven § 3-4 første ledd oppheves fordi denne erstattes av MAR artikkel 10”.

Videre uttales det i punkt 3.5.3:

“Hverken MAD I eller MAR inneholder eksplisitte krav til tilbørlig informasjonshåndtering for innsideinformasjon. Flere av bestemmelsene i MAR er derimot tilgrensende og delvis overlappende med et krav om forsvarlig informasjonshåndtering. [...] Utvalget er også av den oppfatning at det fra forbudet mot “unlawful disclosure”, jf. artikkel 10 nr. 1, vil kunne utledes krav til forsvarlig informasjonshåndtering. Etter utvalgets oppfatning vil disse reglene således stille visse krav til, eller behov for, tilbørlig informasjonshåndtering.

Gitt at formålet med MAR er å sikre et felles regelverk på området forordningen regulerer, er det likevel utvalgets oppfatning at bestemmelsen om tilbørlig informasjonshåndtering ikke kan videreføres som en selvstendig bestemmelse ved siden av gjennomføringen av MAR” (vår understrekning).

I prp. 96 LS (2018-2019) punkt 6.5.5, som Foretaket viser til, skriver departementet at det “*legger til grunn at markedsmisbruksforordningen artikkel 10, jf. artikkel 14 om forbud mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, i all hovedsak innebærer en materiell videreføring av gjeldende regler i verdipapirhandelloven § 3-4 første ledd om taushetsplikt, med enkelte presiseringer som omtalt under utvalgets vurderinger*”. Når det gjelder opphevelsen av vphl. § 3-4 (2) skriver departementet at det er enig med utvalget i at spesifikke krav til tilbørlig informasjonshåndtering etter gjeldende regler må oppheves i “*sin nåværende form, men at generelle krav til forsvarlig informasjonshåndtering følger forutsetningsvis av markedsmisbruksforordningen artikkel 10 i tillegg til spesifikke krav etter andre bestemmelser i forordningen*”.

Samlet sett medfører opphevelsen av tidligere vphl. § 3-4 etter Finanstilsynets klare oppfatning at forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon nå følger av MAR artikkel 10 nr. 1, se artikkel 14 c), og at det fremdeles gjelder generelle krav til forsvarlig informasjonshåndtering. Foretaket mener at departementets begrunnelse i punkt 6.5.5 “*underbygger at det ikke kan utledes en rekke handleplikter for avgivere av innsideinformasjon med hjemmel i MAR*”. Foretaket mener også at “*Klarhetskravet som følger av EMK artikkel 7 underbygger en slik tolkning*”. Sitater over viser imidlertid at opphevelsen av vphl. § 3-4 var begrunnet i formålet med å sikre et felles regelverk på området forordningen regulerer. Finanstilsynet kan derfor ikke se at Foretakets anførsel medfører riktighet. Når det gjelder klarhetskravet, er dette som nevnt ikke til hinder for at bestemmelser belagt med straffeansvar er gjenstand for tolkning, jf. over. Det avgjørende er som nevnt at det endelige tolkningsresultatet har tilstrekkelig forankring i loven slik at hensynet til forutberegnelighet ivaretas.

Finanstilsynet finner etter dette at begrepet “*normal utøvelse*” forutsetter at formidlingen av innsideinformasjon må skje på en slik måte at faren for misbruk begrenses og ikke setter mottaker i en ufrivillig innsidesituasjon. Dette forutsetter at den som formidler informasjon foretar en vurdering av hvorvidt det dreier seg om innsideinformasjon, at mottaker gir en klar aksept til å motta slik informasjon og at det opplyses om de forpliktelser som følger av å motta slik informasjon. Dette må

dokumenteres. En slik forståelse ivaretar MARs formål om å forhindre og minimere markedsmisbruk, samt styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene som redegjort for over. Også verdipapirhandellovens formål fastsatt i § 1-1 ivaretas ved denne forståelsen. Forståelsen er også forenlig med uttalelser i forarbeidene.

Finanstilsynet viser for øvrig til at tolkningen er i tråd med relevante bransjeanbefalinger på området. Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF), hvor Foretaket er medlem, har publisert en anbefaling som gir (ikke-bindende) veiledning for håndtering av innsideinformasjon.¹² I kapittel 7 skriver VPFF om adgangen til å dele innsideinformasjon utenfor market sounding-regimet, hvor det under punkt 7.1 fastsettes følgende¹³:

"Det er en viss anledning til å dele innsideinformasjon (og prissensitiv informasjon) også utenfor market sounding-regimet. [...]. Skrankene for deling av slik informasjon i slike tilfeller er først og fremst taushetspliktbestemmelsen i MAR artikkel 10 som åpner for deling av innsideinformasjon "ved normal utøvelse av et ansettelsesforhold, virksomhet eller funksjon" [...]. For megler må vurderingen være om delingen av innsideinformasjon kan sies å utgjøre en hensiktsmessig og forsvarlig ivaretagelse av mellommannsrollen hensyntatt kundenes samlede interesser og markedets integritet. [...]"

"Det understrekes også at dersom det å dele innsideinformasjon, som ikke er underlagt særskilt taushetsplikt, bringer en kunde i innsideposisjon, så skal den aktuelle megler eller ansatte i verdipapirforetaket uttrykkelig gjøre vedkommende kunde oppmerksom på at kunden etter å ha mottatt informasjonen er å betrakte som innsider. Det skal også informeres om konsekvensene av dette for vedkommende, herunder om den lovbestemte taushetsplikt og reduserte handleadgangen i vedkommende finansielle instrument. Dette innebærer at selv om det normalt ikke vil være brudd på taushetsplikt å gi slik ordrelatert informasjon når det gjøres som ledd i en normal utøvelse av meglerarbeidet, så kan det bringe mottakeren (kunden) i en innsideposisjon med derav følgende taushetsplikt og redusert handleadgang. Det er viktig å være klar over meglerens/verdipapirforetakets plikt til å skape notoritet over forholdet, dvs. at det i ettertid må kunne dokumenteres at mottakeren har fått innsideinformasjon, at mottakeren har forstått dette og derav konsekvensene. Dette gjøres normalt ved at samtalen tas opp på bånd, eller ved at skriftlig erklæring innhentes.

[...] Meglere/verdipapirforetak kan ikke sette en kunde i innsideposisjon, mot kundens vilje." (vår understrekning).

Av det siterte fremkommer det at megler eller ansatt i verdipapirforetaket skal sørge for å gjøre mottaker oppmerksom på at vedkommende er å betrakte som innsider, om konsekvensene av dette, og sørge for at dette dokumenteres. Dette forutsetter at det har blitt vurdert hvorvidt opplysningene utgjør innsideinformasjon og at mottaker er informert om dette. Etter Finanstilsynets syn gir dermed

¹² <https://www.vpff.no/bransjenormer/anb-4-ordrebokinformasjon-og-innsidehandel>

¹³ Anbefalingen er ikke bindende for VPFFs medlemmer, men medlemmene "oppfordres sterkt" til å følge disse anbefalingene, se <https://www.vpff.no/bransjenormer>

bransjens egen anbefaling for meglere og ansatte i verdipapirforetak klar veiledning for hva som er “*normal utøvelse*” i denne konteksten. Denne samsvarer med Finanstilsynets forståelse av vilkåret.

Avslutningsvis i denne sammenheng vises det til Foretakets anførsel om at Finanstilsynets tolkning av “*normal utøvelse*” som angitt i Varselet innebærer en presumpsjon i direkte motstrid med punkt 35 i fortalen til MAR. Til dette bemerker Finanstilsynet følgende: For å omfattes av "safe harbour"-unntaket må kravene i MAR artikkel 11 og utfyllende regler i kommisjonsforordningene (EU) 2016/959 og (EU) 2016/969 (Kommisjonsforordningen) være oppfylt, jf. MAR artikkel 11 nr. 9, se vpf. § 3-1 (5) og (6). Dette fremgår uttrykkelig i Kommisjonsforordningens fortale punkt 5, se også NOU 2017:14 punkt 4.3.3. 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. Dette er presisert av Finanstilsynet i offentlig tilgjengelige tilsynsrapporter.

Vurderingsmomentene Finanstilsynet mener følger av MAR artikkel 10 nr. 1, kan delvis gjenfinnes i MAR artikkel 11 nr. 3 og nr. 5, slik Foretaket påpeker. Dette er imidlertid sentrale krav for forsvarlig håndtering av innsideinformasjon, som er helt grunnleggende for å oppfylle hovedformålet i MAR om å hindre markedsmisbruk for å sikre trygge markeder og styrke investorvernet og tilliten til markedene. Regelverket for markedssonderinger er mer detaljert og inneholder flere krav enn det som fremkommer av MAR artikkel 11 nr. 3 og nr. 5. Eksempelvis stiller Kommisjonsforordningen artikkel 3 krav om at markedsdeltakere som formidler informasjon skal ha innført fremgangsmåter for å utveksle et standardisert sett av opplysninger, i en forhåndsfastsett rekkefølge. Med andre ord er det ikke tilstrekkelig for å nyte godt av "safe harbour unntaket" etter MAR artikkel 11 nr. 4 at vilkårene for å omfattes av unntaket i MAR artikkel 10 nr. 1 er oppfylt. Dette innebærer dermed at oppfyllelse av vilkårene i MAR artikkel 10 nr. 1 er nødvendig, men ikke tilstrekkelig for å nyte godt av “safe harbour”-unntaket. Forståelsen Finanstilsynet har lagt til grunn om rekkevidden av unntaket i MAR artikkel 10 nr. 1, innebærer følgelig ikke at det oppstilles en presumpsjon om ulovlig spredning av innsideinformasjon dersom markedssonderingsreglene ikke er fulgt. I foreliggende sak har Finanstilsynet forankret overtredelse av forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon i konkrete vurderinger av delingen som har funnet sted i forbindelse med Plasseringene. Finanstilsynet har etter dette kommet til at Foretakets anførsel ikke kan tillegges vekt.

Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet har kommet til at de ansattes spredning av innsideinformasjon til investorene i Plasseringene ikke har skjedd som ledd i den “*normale utøvelsen*” av deres arbeid/yrke som daglig leder, meglersjef og megler i Foretaket, jf. MAR artikkel 10 nr. 1, se artikkel 14 c), jf. vphl. § 3-1.

Finanstilsynets konklusjon ivaretar de krav som må stilles til klar hjemmel for å ilegge overtredelsesgebyr, som anses som “*straff*” etter EMK artikkel 7. Det er ikke snakk om å ilegge en straffereaksjon på et forhold utenfor rammene av ordlyden i MAR artikkel 10 nr. 1, jf. MAR artikkel 14 c), slik Foretaket anfører. Etter Finanstilsynets syn er hensynet til forutberegnelighet ivare tatt ved at Foretaket med rimelighet kunne forutse at formidling av innsideinformasjon til investorene i Plasseringene uten å i) informere investorene om at opplysningene utgjorde innsideinformasjon (Foretaket gjorde i enkelte tilfeller det motsatte), eller ii) innhente samtykke fra investorene til å motta innsideinformasjon, eller iii) informere om følgene av at investorene mottok innsideinformasjon, innebærer at spredningen ikke har skjedd som “*ledd i den normale utøvelsen*” av arbeidet/yrket som

daglig leder, meglersjef og megler i Foretaket. Foretaket kunne dermed med rimelighet forutse at unntaket i MAR artikkel 10 nr. 1, jf. artikkel 14 c) ikke kom til anvendelse. Finanstilsynet deler følgelig ikke Foretakets oppfatning om at *“vilkårene [...] ikke er så klare at de kan danne grunnlag for ileggelse av “straff”*”.

Finanstilsynet er derfor ikke enig i at *“ileggelse av overtredelsesgebyr i denne saken mangler rettslig grunnlag”*, slik Foretaket anfører. Finanstilsynet finner heller ikke grunnlag for at Foretakets anførsel om at *“Finanstilsynets uttalelse om hva de “legger til grunn” som vilkår for at spredning av innsideinformasjon skal finne sted, mangler rettslig forankring i MAR”* kan føre frem. Tilsvarende gjelder for Foretakets anførsel om at *“[...] disse pliktene ikke følger av reglene om spredning av innsideinformasjon i seg selv og at manglende overholdelse dermed ikke kan danne grunnlag for å ilegge det som er “straff” i medhold av EMK art. 7”*.

Skyldkravet for juridiske personer er uaktsomhet, jf. vphl. § 21-9 (2), se fvl. § 46 (1). Det stilles krav om at noen som har opptrådt på vegne av foretaket har utvist alminnelig uaktsomhet. Skyldkravet kan oppfylles ved anonyme og kumulative feil. Finanstilsynet presiserer at det må forventes at foretak som yter investeringstjenester setter seg godt inn i regelverket som gjelder for virksomheten og har kompetanse til å vurdere hvilke transaksjonsoppdrag som utgjør innsideinformasjon. Som det fremgår, mener Finanstilsynet at det har sviktet i flere ledd i Foretaket ved at Foretakets daglige leder, meglersjef, ansatte på IB-avdelingen og på meglerbordet alle – om enn i varierende grad – har vært involvert i Plasseringene, og ingen av disse stilte kritiske spørsmål som kunne bidratt til at det ble gjort tilstrekkelige vurderinger av innsidespørsmålet i de tre Plasseringene. Samtidig er det tydelig, ut fra sakens faktiske side redegjort for i punkt 2.2, at relevante ansatte ikke kan ha fått tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon.

Finanstilsynet finner på dette grunnlag at de objektive og subjektive vilkårene for å ilegge Foretaket overtredelsesgebyr etter vphl. § 21-1 (1) er til stede.

6. Spørsmålet om ileggelse av overtredelsesgebyr

6.1 Relevante rettslige grunnlag

Finanstilsynet kan med hjemmel i vphl. § 21-1 (1) ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av MAR, jf. § 3-1, artikkel 14 c) om forbud mot ulovlig spredning av innsideinformasjon. Det følger av vphl. § 21-1 (3) at det for juridiske personer kan fastsettes overtredelsesgebyr på inntil 127 millioner kroner, eller opptil 15 prosent av den samlede årsomsetningen etter siste godkjente årsregnskap, ved overtredelse av MAR artikkel 14 c).

Når bestemmelser om overtredelsesgebyr knytter beregning av satser for overtredelsesgebyret til den samlede årsomsetningen etter siste godkjente årsregnskap, skal den samlede omsetningen for et morselskap eller et datterselskap av et morselskap som skal utarbeide konsernregnskap etter direktiv 2013/34 EU, være den totale årsomsetningen, eller tilsvarende inntekt etter relevante regnskapsdirektiver, etter siste tilgjengelige konsoliderte årsregnskap godkjent av ledelsen i det overordnede morforetaket, jf. vphl. § 21-10.

I vphl. § 21-14 fremkommer det en ikke-uttømmende liste av momenter som det kan tas hensyn til ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmålingen, se også fvl. § 46

(2). Blant annet er overtredelsens (objektive) grovhet og varighet samt graden av skyld sentrale momenter i denne vurderingen.

6.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet at overtredelsene hadde vært svært grove, og at det har forekommet en alvorlig svikt i Foretakets rutiner og svært mangelfulle vurderinger. Finanstilsynet understreket at ulovlig spredning av innsideinformasjon er egnet til å undergrave tilliten til markedet på en særlig kvalifisert måte. Det ble også påpekt at forholdet er gjentakende over tid, og at Foretakets daglige leder og megler sjef har vært sentrale og delaktige i den ulovlige spredningen av innsideinformasjon i Plasseringene. Lederes atferd vil som regel ha større potensiale for å påvirke compliance- og forretningskulturen i et foretak. Alvorlige regelbrudd begått av øverste ledelse medfører også en økt risiko for at tilliten til foretaket og markedet svekkes. Endelig vektla Finanstilsynet at Foretaket ved sin håndtering av Plasseringene har muliggjort og tilrettelagt for misbruk av innsideinformasjon.

På dette grunnlag varslet Finanstilsynet at det vurderte å fatte vedtak om å ilegge Foretaket et overtredelsesgebyr på 25 millioner kroner for overtredelse av MAR, jf. artikkel 14 c), se artikkel 10 nummer 1, jf. vphl. §§ 3-1 og 21-1 (1), om forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. fvl. § 16.

6.3 Foretakets kommentarer

Foretaket skriver innledningsvis at det må foretas en konkret vurdering av i) om det bør ilegges et overtredelsesgebyr og ii) størrelsen på et eventuelt gebyr. Begge vurderingene må utøves i tråd med reglene i forvaltningsloven og ulovfestede forvaltningsrettslige prinsipper, herunder forbudet mot usaklig og urimelig forskjellsbehandling, samt krav om tilstrekkelig begrunnelse.

Foretaket anfører at vurderingskriteriene tilsier at det "*ikke bør ilegges overtredelsesgebyr overhodet*" og at "*Under enhver omstendighet tilsier en gjennomgang av kriteriene at overtredelsesgebyret reduseres i vesentlig grad*". Foretaket anfører i tillegg blant annet:

Overtredelsens grovhet og varighet:

Det er ikke korrekt vurderingskriterium å se hen til om lovbestemmelsen er bærer av viktige hensyn eller ikke. Det sentrale vurderingstemaet må ifølge Foretaket være om den konkrete overtredelsen er av en grov karakter eller ikke. Foretaket mener at overtredelsen ikke er av "*spesielt grov karakter*", all den tid Foretaket anfører at innsideinformasjon i forbindelse med Plasseringene oppstod på et senere tidspunkt enn Finanstilsynet. Foretaket mener derfor at det ikke skal ilegges en administrativ sanksjon, eventuelt at sanksjonen settes til et lavt nivå.

Graden av skyld hos overtrederen:

Foretaket mener Finanstilsynets kritikk i Varselet av at Foretaket ikke hadde gjort konkrete vurderinger av om Plassering 1 og Plassering 2 utgjorde innsideinformasjon er på "*siden av saken*". Begrunnelsen er at Foretaket ikke kan se at det er et krav om skriftlige vurderinger av innsideinformasjon i reglene om formidling av innsideinformasjon.

I relasjon til Plassering 3 viser Finanstilsynet i Varselet til at Foretaket ikke har dokumentert at det på noe tidspunkt før 11. januar 2023 foretok fornyede og grundige vurderinger av innsidespørsmålet,

selv om emisjonsprosessen gikk fremover. Foretaket skriver at Finanstilsynet *"ut fra dette slutter at [...] relevante ansatte i Foretaket – inkludert ledende og sentrale ansatte – tilsynelatende ikke har fått tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon"*. Foretaket er uenig i dette, og skriver at de ansatte er godt kjent med Foretakets rutiner og har regelmessig opplæring i innsidereguleringene fra både interne og eksterne ressurser, men at dette *"selvfølgelig er et område hvor Foretaket arbeider kontinuerlig med å øke de ansattes bevissthet"*.

Foretaket erkjenner at det burde hatt på plass mer operasjonelle rutiner for blokktransaksjoner tidligere, men mener likevel at dette ikke er *"en grov overtredelse som er relevant ved vurderingen av om en administrativ sanksjon skal ilegges"*. Foretaket mener at Finanstilsynets fokus på blokktransaksjoner er av relativt ny dato, og først og fremst har vist seg ved *"nylig avholdte seminarer og tilsynsrapporter"*. Foretaket skriver at det ikke har inntrykk av at det var bransjepraksis i 2022/tidlig 2023 å ha separate rutiner for blokktransaksjoner, og påpeker at meglerinstruksene allerede på de relevante tidspunktene hadde rutiner for håndtering av innsideinformasjon og prosedyrer for bygging av bok. Samlet sett tilsier skyldgraden etter Foretakets oppfatning at det ikke kan ilegges en administrativ sanksjon, eventuelt at *"sanksjonen settes til et lavt nivå"*.

Andre relevante forhold:

Foretaket fremhever her *"at det påståtte lovbruddet hviler på en uklar og lite kommunisert forutsetning om hva som innebærer lovlig deling av innsideinformasjon etter MAR, og hva som er ulovlig. Vårt primære syn er at regelen Finanstilsynet anvender (mer presist "legger til grunn"), ikke oppfyller klarhetskravet i EMK."* Foretaket mener at det er relevant å vektlegge denne uklarheten ved vurderingen av om det skal ilegges en sanksjon, alternativt ved vurderingen av sanksjonens størrelse.

Foretaket mener også at det bør vektlegges at *"sakens bakteppe er Finanstilsynets økte fokus på plassering av blokktransaksjoner på meglerbordet"*. Foretaket skriver at dette er helt legitime tilsynsmessige forhold å adressere, og at Foretaket erkjenner at man burde etablert mer operasjonelle rutiner for dette på et tidligere tidspunkt og fulgt emnet bedre opp internt. Foretaket mener imidlertid at det er en helt annen sak å *"sanksjonere overtredelse av forventninger på dette området med sanksjoner som kan likestilles med straff. Et mer passende tilsynsmessig verktøy i en slik situasjon, kunne vært fortsatt "forventningsstyring" av aktørene gjennom seminarer og/eller rapporter, eventuelt ved utstedelse av rundskriv"*.

6.4 Finanstilsynets konklusjon - Hvorvidt overtredelsesgebyr skal ilegges og gebyrets størrelse

Ved vurderingen av om gebyr skal ilegges, har Finanstilsynet i henhold til vphl. § 21-14, jf. fv1. § 46 (2), vurdert de konkrete omstendighetene i saken.

For så vidt gjelder overtredelsens grovhet, vises det til at forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon er en av de helt sentrale bestemmelsene i MAR, sammen med forbudet mot innsidehandel og forbudet mot markedsmanipulasjon. Brudd på disse bestemmelsene bidrar på en vesentlig måte til å undergrave tilliten til at handelen i markedet foregår på rettfærdig vis. Bestemmelsene har som nevnt også det til felles at oppdagelsesrisikoen for potensielle overtredere kan oppleves som liten. Viktigheten av at disse reglene etterleves er også reflektert i de høye maksimumsgebyrene som er fastsatt i MAR. Forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon har, sammen med forbudet mot markedsmanipulasjon og forbudet mot urimelige forretningsmetoder,

den høyeste grensen for utmåling. Det presiseres også at strafferammen ble hevet ved gjennomføringen av MAR i 2021 fra bøter eller fengsel inntil ett år til bøter eller fengsel i inntil fire år. Begrunnelsen var at slik spredning har et stort skadepotensial, både for utstederen som rammes og for markedet som helhet. Det understrekes også at risikoen for misbruk ved slik spredning kan være stor. Finanstilsynet finner det åpenbart at dette er vektige betraktninger ved vurderingen av overtredelsenes karakter og grovhet, og er derfor grunnleggende uenig i Foretakets anførsel på dette punktet.

I tillegg dreier det seg om tre Plasseringer, som strekker seg over en tidsperiode på omtrent fem måneder - fra Plassering 1 i august 2022 til Plassering 3 i januar 2023. Det presiseres at Finanstilsynet, som ledd i dette tilsynet, undersøkte totalt åtte utvalgte corporateoppdrag og transaksjoner håndtert av Foretaket, hvorav Finanstilsynet har funnet alvorlige overtredelser knyttet til tre av disse. Overtredelsene er følgelig gjentakende over tid, og ikke enkeltstående hendelser.

Hva gjelder graden av skyld hos Foretaket, må det som nevnt forventes at verdipapirforetak setter seg grundig inn i regelverket som gjelder for virksomheten, og har ressurser og kompetanse til å vurdere hvilke transaksjonsoppdrag som utgjør innsideinformasjon. MAR er et regelverk som gjelder Foretakets kjernevirksomhet. En grunnleggende forutsetning i denne sammenheng er også at nødvendige rutiner og prosedyrer er på plass. Foretaket må også sørge for å dokumentere sin virksomhet, slik at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvaret for, er overholdt. Dette er også en vesentlig forutsetning for at Foretakets compliancefunksjon kan fungere effektivt. Redegjørelsen over viser at Foretaket har manglet sentrale rutiner og prosedyrer, samt at det ikke i tilstrekkelig grad har sørget for å dokumentere sin investeringsvirksomhet. Dersom dette hadde vært på plass på tidspunktet for Plasseringene, i kombinasjon med tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon og dilemmatrening, kunne det bidratt til å forebygge risikoen for overtredelser. Fraværet av dette har resultert i svært lav bevissthet og årvåkenhet blant relevante ansatte. Foretakets daglige leder, meglersjef, og ansatte på IB-avdelingen og på meglerbordet har vært involvert i Plasseringene, og likevel stilte ingen kritiske spørsmål eller sørget for at det ble foretatt tilstrekkelige innsidevurderinger. Til tross for konkrete samtaler med investor hvor innsidespørsmålet var et tema, fant aktuelle ansatte heller ikke grunn til å revurdere innsidespørsmålet og sørget for eskalering. Finanstilsynet finner dette klart klanderverdig, og er følgelig ikke enig i Foretakets anførsel på dette punktet.

Foretakets compliancefunksjon har ikke avdekket noen av disse alvorlige avvikene på eget initiativ. En rekke faktorer, særlig ordrenes størrelse og kursutviklingen i aksjen, tilsier at de to plasseringene i BCS burde blitt fanget opp av compliance, både gjennom egne observasjoner og/eller gjennom alarmer i Foretakets elektroniske overvåkningssystem. Dette ble ikke gjort. Det understrekes at compliancefunksjonen har et kontrollansvar som er av særlig viktighet nettopp når det forekommer feilvurderinger i førstelinjen. Samtidig er Finanstilsynet av den klare oppfatning, som nevnt over, at relevante ansatte i Foretaket ikke har mottatt tilstrekkelig opplæring og hatt nødvendig kunnskap og kompetanse om hva som kan utgjøre innsideinformasjon, noe som igjen har medført manglende årvåkenhet. Summen av disse forholdene tyder på at det foreligger en alvorlig systemsvikt i Foretaket. Foretaket har erkjent at det burde hatt på plass mer operative rutiner for håndtering av innsideinformasjon på meglerbordet, samt at det har identifisert en lang rekke forbedringstiltak, inkludert opplæringstiltak. Det er derfor ikke riktig at "*sakens bakteppe er Finanstilsynets økte fokus*

på plassering av blokktransaksjoner på meglerbordet”, slik Foretaket skriver. Saken skyldes utelukkende Foretakets svært mangelfulle håndtering av Plasseringene.

Det bemerkes at forbedringstiltakene ble iverksatt av Foretaket våren 2023, se omtalen i punkt 4.2, og dermed etter Finanstilsynets henvendelse til Foretaket om Plassering 2 i midten av januar 2023. Finanstilsynet finner derfor ikke grunnlag for å tillegge tiltakene vekt av betydning i denne sammenheng.

Som drøftelsen i punkt 5 viser, er det Finanstilsynets oppfatning at klarhetskravet i EMK artikkel 7 er ivaretatt i denne saken. Vi finner derfor ikke grunn til å hensynte Foretakets anførsel om at lovbruddet “*hviler på en uklar og lite kommunisert forutsetning om hva som innebærer lovlig deling av innsideinformasjon etter MAR*”.

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at Foretaket skal ilegges et overtredelsesgebyr. Samlet sett anser Finanstilsynet at overtredelsene har vært svært grove og gjentakende over tid. Det har vært en alvorlig svikt i etterlevelsen av Foretakets rutiner/prosedyrer og svært mangelfulle vurderinger og dokumentasjon. I tillegg har Foretakets rutiner og prosedyrer vært mangelfulle, samt at opplæringen av relevante ansatte i innsidetematikk ikke har vært tilstrekkelig. Compliancekontrollene har også vært mangelfulle ettersom ingen av disse alvorlige avvikene ble fanget opp på eget initiativ. Dette har materialisert seg i svært lav bevissthet og årvåkenhet hos ansatte på ulike stillingsnivåer i flere avdelinger i Foretaket, inkludert ansatte i ledende stillinger. Lederes atferd kan som nevnt ha større potensiale for å påvirke compliance- og forretningskulturen i et foretak. Alvorlige regelbrudd begått av øverste ledelse kan også medføre en økt risiko for at tilliten til foretaket og markedet svekkes. Spredning og misbruk av innsideinformasjon er som nevnt egnet til å undergrave tilliten til markedet på en særlig kvalifisert måte. Foretaket har ved sin svært mangelfulle håndtering av Plasseringene dessuten muliggjort og tilrettelagt for misbruk av innsideinformasjon.

Finanstilsynet har også sett hen til Foretakets konsoliderte resultatregnskap for 2023, som viser en omsetning ("total operating revenue") på 491,4 millioner kroner og et årsresultat på 43,9 millioner kroner.

På grunnlag av en samlet vurdering av forholdene i denne saken fremstår 25 millioner kroner som et passende beløp.

Finanstilsynet anser gebyret som forholdsmessig. Hensynet til et rimelig resultat er følgelig ivaretatt.

7. Vedtak om ilegging av overtredelsesgebyr

Ut fra de forholdene som er omtalt og behandlet i Varselet og i punkt 2 til 6 over, treffer Finanstilsynet følgende vedtak:

Fearnley Securities AS ilegges et overtredelsesgebyr på 25 millioner kroner for overtredelse av forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon i MAR artikkel 14 bokstav c), jf. artikkel 10 nr. 1, jf. vphl. § 3-1, om forbud mot ulovlig spredning av innsideinformasjon.

Hjemmelen for å ilegge overtredelsesgebyret er vphl. §§ 21-1 (1), 21-9 og 21-14, jf. §§ 21-10 og 3-1, se fvl. § 46.

Vedtaket blir publisert på Finanstilsynets nettsider, jf. MAR artikkel 34 (1).

Dette vedtaket kan påklages innen tre (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, kommer til anvendelse.

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

8. God forretningsskikk – håndtering av salgsordre (Plassering 2)

8.1 Relevante rettslige grunnlag

Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, se vphl. § 10-9 (1).

Verdipapirforetak plikter også å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, se vphl. § 10-2 (1). Ved utførelse av en kundeordre skal verdipapirforetaket gjennomføre tilstrekkelige tiltak for å oppnå best mulig resultat for kunden. Ved utførelse av ordre på vegne av en ikke-profesjonell kunde, bestemmes best mulig resultat ut ifra det samlede vederlaget kunden skal betale i forbindelse med ordreførelsen, se vphl. § 10-19 (1) og (2).

8.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet viser til de faktiske sidene ved Foretakets håndtering av Plassering 2, som beskrevet i punkt 2.2. Foretakets håndtering av Plassering 2 har også en side mot sentrale bestemmelser knyttet til god forretningsskikk, ivaretagelse av kundens beste interesse og beste resultat for kunden.

Finanstilsynet skrev i Varselet at Foretaket valgte å gi tilnærmet all informasjon om den aktuelle salgsordren til investor 1 som potensiell kjøper. Foretaket lot deretter investor 1 i praksis overta styringen og diktere den videre "bookbuildingen". Finanstilsynet viste også til at Foretaket etter det opplyste ikke gjorde noen fremstøt overfor andre investorer for å sondere muligheten for å oppnå en høyere pris for aksjeposten. Dette til tross for at selger hadde kontaktet Foretaket om det planlagte nedsalget i god tid i forkant av plasseringen. Finanstilsynet kunne heller ikke se at Foretaket gjorde noen reelle forsøk på å fremforhandle en høyere pris med investor 1, selv ikke etter forespørsel fra selger om dette. Tvert imot mente Finanstilsynet at megleren ved sin uttalelse "*8,50 er vel ikke noe tema?*" nærmest la opp til at investor 1 skulle bekrefte at en høyere pris ikke var aktuelt.

Finanstilsynet viste også til at Foretakets compliancefunksjon har reagert på Foretakets håndtering av selger. Compliance gjennomførte som nevnt en undersøkelse av Plassering 2 i etterkant av henvendelsen fra Finanstilsynet i januar 2023, og skrev i compliancerapporten for januar 2023 at "*Megler ivaretar ikke blokkselgerens interesse på en god måte i forbindelse med forhandling med kjøper*".

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretakets håndtering av denne kundeordren klart bryter reglene om god forretningsskikk, plikten til å identifisere, håndtere og forhindre interessekonflikter, samt reglene om beste resultat for kunden, se vphl. §§ 10-9 (1), 10-2 og 10-19.

8.3 Foretakets kommentarer

Foretaket erkjenner i Tilsvaret at den aktuelle transaksjonen ikke ble utført i tråd med gjeldende regelverk. Det gjelder særlig meglers respons til kjøper om hvilken pris selger vil kunne akseptere, og meglers passive holdning i prisdiskusjonen med kjøper. Foretaket opplyser at det har gjennomført flere tiltak for å forhindre tilsvarende avvik i fremtiden, inkludert opplæring av meglere og oppdatering av instruksverket.

Når det gjelder spørsmålet om hvorfor kun en investor ble kontaktet, viser Foretaket til dialogen med selger der det fremgår at vedkommende ønsket et nokså raskt nedslag på grunn av et særlig behov for kontanter til huskjøp, samt at det var enighet med selger om å forsøke å plassere posten på kun *“et par hender”* og *“alt i en blokk”*. Foretaket skriver at det etter meglerbordets vurderinger var svært begrenset med investorer som hadde mulighet til å gjøre en handel i akkurat dette selskapet innenfor de parameterne som ble avtalt med kunden, dvs. en rask handel i én blokk.

8.4 Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

Foretaket valgte i dette tilfellet som nevnt å gi investor 1 tilnærmet all informasjon om ordren, og lot deretter investor 1 i praksis styre den videre *“bookbuildingen”*. Investor 1 informerte Foretaket om at han ville forsøke å få med seg noen få investorer på å ta hele blokken, og ga klart uttrykk for at han ikke ønsket flere deltakere i plasseringen. Investor 1 la deretter inn kjøpsordrer på vegne av seg selv og et par andre investorer. Foretaket gjorde ingen fremstøt overfor andre potensielle investorer for å sondere muligheten for å oppnå en høyere pris for aksjeposten, og gjorde heller ikke noe reelt forsøk på å fremforhandle en høyere pris med investor 1.

Finanstilsynet finner Foretakets håndtering av denne kundeordren klart kritikkverdig og lite tillitvekkende. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket åpenbart har tilgodesett kjøpers interesse – en toneangivende investor – på bekostning av selgers, og bidratt til at kjøper kunne ta rask profitt ved å selge deler av posten på børsen til en høyere kurs umiddelbart etter at posten var krysset. Foretaket har etter Finanstilsynets vurdering ikke opptrådt redelig og profesjonelt, og har ikke tilstrebet å ivareta selgers beste interesse på en god måte. Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ved sin håndtering av denne kundeordren klart har brutt reglene om god forretningsskikk, plikten til å identifisere, håndtere og forhindre interessekonflikter, samt reglene om beste resultat for kunden, se vphl. §§ 10-9 (1), 10-2 og 10-19.

Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket har gjennomført tiltak for å forhindre tilsvarende avvik fremover, og forventer at dette også følges opp av Foretakets compliancefunksjon.

9. Rollesammenblanding og interessekonflikter

9.1 Relevante rettslige grunnlag

Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak

opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, se vphl. § 10-9 (1).

Verdipapirforetak skal være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum, jf. § 10-2, se vphl. § 9-16 (1) nr. 2.

Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene eller kundene imellom, se vphl. § 10-2 (1), første setning. Dersom tiltakene etter vphl. § 9-16 (1) nr. 2 ikke med rimelig sikkerhet forhindrer risiko for at kundens interesser blir skadelidende, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter, og om tiltakene som er truffet for å redusere risikoen. Verdipapirforetaket kan ikke yte investeringstjenester eller tilknyttede tjenester overfor kunden før kunden har fått slike opplysninger. Opplysningene skal gis på et varig medium, og de skal være tilstrekkelige detaljerte til at kunden ut fra sine forutsetninger kan ta en velbegrunnet beslutning om den tjenesten interessekonflikten gjelder, se vphl. § 10-2 (2) og (3).

Ytterligere krav til foretakenes håndtering av interessekonflikter er fastsatt i Kommisjonsforordning (EU) 2017/565.

9.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet viste i Varselet til at Foretakets daglige leder var involvert både i Plassering 1 og innledningsvis i Plassering 2. Daglig leder var blant annet involvert i samtaler med både selger og en investor i Plassering 1. Daglig leder var også aktivt involvert i emisjonsoppdraget i Plassering 3, og hadde tett kontakt både med utsteder og med enkelte potensielle investorer om denne transaksjonen. Finanstilsynet viste i Varselet også til en ytterligere emisjon der daglig leder hadde hatt dialog med en investor gjennom markedssonderingsprosessen og videre til tegning i transaksjonen.

Finanstilsynet skrev i Varselet at det fremstår som om daglig leder er involvert både på corporate- og meglersiden i flere av Foretakets oppdrag, og fører tett dialog med enkelte av Foretakets større kunder. Daglig leder er også medlem i Foretakets "Deal Committee" og Foretakets forholdsvis nyetablerte "Block Committee". Finanstilsynet skrev i Varselet at kombinasjonen av disse forholdene – sammenholdt med at hverken Foretaket eller daglig leder synes å være bevisst sistnevntes dobbeltrolle – medfører en reell og overhengende risiko for at Foretaket favoriserer interessen til en kunde/kundegruppe fremfor andre. Finanstilsynet påpekte at forholdet blir særlig alvorlig når det dreier seg om Foretakets øverste leder, som i kraft av sin stilling har et særlig ansvar for å påse og bidra til at Foretakets virksomhet utøves i samsvar med eksternt og internt regelverk.

Finanstilsynet stilte også spørsmål ved at Foretakets compliancefunksjon ikke har reagert på daglig leders involvering og dobbeltroller, til tross for at dette tilsynelatende har pågått over tid.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at daglig leders involvering både på corporate- og meglersiden ikke er forenlig med kravene om at Foretaket skal være organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum, se vphl. § 9-16 (1) nr. 2. Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke har sørget for å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom Foretaket og kundene og

kundene imellom, se vphl. § 10-2 (1). Finanstilsynet viste til at Foretaket tilsynelatende ikke hadde identifisert den mulige interessekonflikten som ligger i at daglig leder er involvert både på corporate- og meglersiden i Foretakets oppdrag.

9.3 Foretakets kommentarer

Foretaket skriver i Tilsvaret at det vil presisere at daglig leder ikke lenger var involvert i investordialog da innsideinformasjon – etter Foretakets syn – oppstod. Foretaket vil også understreke at daglig leder i et verdipapirforetak må kunne pleie kontakt med Foretakets største kunder, uavhengig av om de er på utstedersiden eller på investorsiden. Det kan etter omstendighetene også gjelde diskusjoner om potensielle transaksjoner. Det gjelder likevel ikke kundekontakt i forbindelse med pågående transaksjoner, herunder investorkontakt eller deltakelse i markedssonderinger. Foretaket skriver at dette nå er presisert i revidert utgave av stillingsinstruks for daglig leder. Den reviderte stillingsinstruksen ble oversendt til Finanstilsynet sammen med Tilsvaret. Foretaket skriver at sentrale elementer i denne instruksen er en videreføring av gjeldende praksis, herunder at daglig leder ikke skal ha noe økonomisk incentiv til å generere kurtasje fra investorkunder, at han ikke skal ha kundeansvar overfor investorkunder på vegne av Foretaket, og at han ikke deltar i diskusjoner om allokering eller fordeling av aksjer til kunder i emisjoner eller blokker.

9.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynets undersøkelser har vist at Foretakets daglige leder har vært involvert både på corporate- og meglersiden i flere pågående transaksjoner. Det er Finanstilsynets konklusjon at slik involvering ikke er forenlig med kravene om at Foretaket skal være organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum, se vphl. § 9-16 (1) nr. 2. Dette har også, som nærmere redegjort for over, åpenbart en side til regelverket om informasjonshåndtering i MAR. Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke hadde identifisert og håndtert denne interessekonflikten, og dermed ikke sørget for å treffe alle egnede tiltak for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom Foretaket og kundene og kundene imellom, se vphl. § 10-2 (1). Finanstilsynet forventer, uavhengig av behovet for kundepleie og personlige relasjoner, at Foretaket etterlever disse bestemmelsene i tiden fremover. Finanstilsynet tar til etterretning foretakets reviderte stillingsinstruks for daglig leder.

Finanstilsynet har også tidligere tatt opp tilsvarende forhold med Foretaket, og i den anledning varslet om pålegg om retting (saksnummer 11/10498). Finanstilsynet er derfor svært kritisk til at Foretaket ikke har identifisert problemstillingene og iverksatt egnede tiltak for å rette forholdet tidligere.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy
direktør

Roy Halvorsen
seksjonsleder

Dokumentet er godkjent elektronisk.