



Nordea Bank Abp, Filial i Norge
Postboks 1166 Sentrum
0107 OSLO

VÅR REFERANSE
23/1151

DERES REFERANSE

DATO
14.12.2023

Tilsynsrapport

1. INNLEDNING

Rettede emisjoner, som innebærer at utstederselskapet retter tilbudet om å tegne nye aksjer til en eller flere bestemte aksjonærer eller andre personer, er den klart mest benyttede formen ved kapitalforhøyelser i det norske markedet. Rettede emisjoner innebærer en fravikelse av aksjelovgivningens hovedregel om at alle aksjonærer, ved en forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning av aksjer mot kontantinnskudd, har fortrinnsrett til å tegne aksjer ut ifra samme eierforhold som de fra før eier aksjer i utstederselskapet (heretter betegnet som fortrinnsrettsemisjoner). Rettede emisjoner medfører dermed en eiermessig utvanning av eksisterende aksjonærer. På denne bakgrunn, og som ledd i det generelle tilsynet med verdipapirmarkedet i Norge, har Finanstilsynet sett nærmere på rettede emisjoner gjennomført i 2022 i utvalgte utstederselskap opptatt til handel på Oslo Børs (regulert marked) eller Euronext Growth Oslo (multilateral handelsfasilitet). Som en del av sine undersøkelser gjennomfører Finanstilsynet tematisyn hos handelsplassene og de verdipapirforetakene som har vært involvert i de aktuelle prosessene.

Finanstilsynet har i denne forbindelse gjennomført et dokumentbasert tematisyn i Nordea Bank ABP's filial i Norge (heretter omtalt som Filialen). Tematisynet dekker primært forhold knyttet til Filialens rolle som tilrettelegger og plasserer i emisjonsprosessene i Cool Company Limited (november 2022) og XXL ASA (desember 2022).

Filialen har tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1) nr. 1, 2, 3, 4, 5, 6 og 7, samt de tilknyttede tjenestene nr. 1-7 nevnt i vphl § 2-6 (1).

Filialen mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 16. oktober 2023 (Rapporten), Filialen ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 13. november 2023 (Tilsvaret).

2. TILSYN MED FILIALER AV UTENLANDSKE FORETAK

Verdipapirhandelloven har begrenset anvendelse overfor foretak med hovedsete i annen EØS-stat (EØS-foretak) som yter investeringstjenester i Norge gjennom filial. Etter vphl. § 9-35 (1) vil reglene om investorbeskyttelse i vphl. §§ 10-9 til 10-22, artikkel 14 til 26 i verdipapirmarkedsforordningen (EU 600/2014) og forskrifter fastsatt i medhold av disse, samt vphl. kapittel 20 og 21, likevel gjelde for norske filialer av EØS-foretak.

Finanstilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at disse bestemmelsene overholdes, jf. vphl. § 20-2 (2). Filialens virksomhet i Norge er underlagt finske regler for blant annet organisering, styring og kontroll, og etterlevelse av disse reglene er underlagt tilsyn av det finske finansilsynet, Finanssivalvonta.

3. RÅDGIVNING OG OPPLYSNINGER TIL UTSTEDER

3.1 Rettslig grunnlag

Prinsippet om likebehandling av aksjonærer følger av aksjelovgivningen. Utgangspunktet er som nevnt at aksjonærene i selskapet, ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot kontantinnskudd, har fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet, jf. aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) § 10-4 (1). I medhold av asl./asal. § 10-5 kan eksisterende aksjonærers fortrinnsrett tilsidesettes gjennom beslutning av generalforsamlingen, eventuelt på bakgrunn av styrefullmakt gitt av generalforsamlingen i henhold til asl./asal. § 10-14 (2) nr. 3. Forslag om at generalforsamlingen skal fatte beslutning om å fravike fortrinnsretten eller tildeling av styrefullmakt skal begrunnes, jf. asl / asal. § 10-3 (3), jf. § 10-15. Rettede emisjoner innebærer således et unntak fra hovedregelen om likebehandling, ettersom fortrinnsrettsemisjoner prinsipielt vil ivareta kravet om likebehandling.

I vphl. § 5-14 er det gitt en særlig bestemmelse om likebehandling av eiere av finansielle instrumenter utstedt av selskaper opptatt til handel på regulert marked. Det følger av bestemmelsen at:

- (1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.*
- (2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.*

Oslo Børs ASA har inntatt en likelydende likebehandlingsregel i sitt eget regelverk. Regelverket er gjort gjeldende for utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel både på Oslo Børs og Euronext Expand Oslo¹, og på Euronext Growth Oslo².

Likebehandlingsreglene regulerer direkte kun *utsteders* plikter. Verdipapirforetakene er imidlertid underlagt egne, separate plikter som skal etterleves ved deres rådgivning m.m. overfor utstedere og investorer. 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 kundens beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Henvisningen til "markedets integritet" medfører at atferd overfor både utstederkunder og investorkunder som er egnet til å svekke

¹ Euronext Oslo Regelbok II punkt 2.1.

² Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.1.

tilliten til verdipapirforetak spesielt og til markedet generelt, rammes. Reglene skal bidra til å sikre investorbeskyttelse, og legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, se vphl. § 1-1. Verdipapirforetak skal etter vphl. § 10-10 (1) påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende.

Verdipapirforetak er også underlagt plikter som fremgår av delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565 (Kommisjonsforordningen), jf. verdipapirforskriften (vpf). § 2-2 (1), herunder blant annet detaljerte regler knyttet til opplysningsplikter overfor utstederkunden, kursfastsettelse og tildeling. I henhold til direktiv (EU) 2014/65 (MiFID II) artikkel 35 nr. 8 (2) er det kun utvalgte bestemmelser i Kommisjonsforordningen som gis anvendelse for filialer. Finanstilsynet vil likevel se hen til enkelte bestemmelser i Kommisjonsforordningen ved vurderingen av Filialens rådgivning. Etter Kommisjonsforordningen artikkel 40 nr. 5 skal verdipapirforetak drøfte plasseringsprosessen med utstederkunden for at foretaket skal kunne forstå og ta hensyn til kundens interesser og mål.

Om informasjonen til utstederkunden følger det av Kommisjonsforordningen artikkel 38 nr. 1 at:

"1. Investment firms which provide advice on corporate finance strategy, as set out in Section B (3) of Annex I, and provide the service of underwriting or placing of financial instruments, shall, before accepting a mandate to manage the offering, have arrangements in place to inform the issuer client of the following:

(a) the various financing alternatives available with the firm, and an indication of the amount of transaction fees associated with each alternative;

(b) the timing and the process with regard to the corporate finance advice on pricing of the offer;

(c) the timing and the process with regard to the corporate finance advice on placing of the offering;

(d) details of the targeted investors, to whom the firm intends to offer the financial instruments;

(e) the job titles and departments of the relevant individuals involved in the provision of corporate finance advice on the price and allotment of financial instruments; and

(f) firm's arrangements to prevent or manage conflicts of interest that may arise where the firm places the relevant financial instruments with its investment clients or with its own proprietary book."

Videre følger det av vphl. § 9-16 (1) nr. 8 at verdipapirforetak skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og investeringsvirksomhet. Dokumentasjonen skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for er overholdt.

3.2 Verdipapirforetaks rolle som tilrettelegger og plasserer

Ved gjennomføring av en emisjon utnevner utstederselskapet gjerne et eller flere verdipapirforetak til å tilrettelegge og plassere emisjonen. Oppdraget styres av en mandatavtale mellom utstederselskapet og verdipapirforetakene. Plasseringsdelen av oppdraget innebærer at verdipapirforetakene opptrer som mellommann mellom utstederselskapet og potensielle investorer

og yter investeringstjenesten plassering nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 6 eller 7. Tilretteleggerdelen av oppdraget kan variere i art og omfang, men innebærer som regel rådgivning overfor utstederselskapet om emisjonsform og -struktur, bistand ved utarbeidelse av prospekt/informasjonsdokument/presentasjonsmateriale/tegningsblanketter, gjennomføring av markedssonderinger og markedsføring, videreformidling av informasjon på vegne av utsteder, mottakelse og videreformidling av tegninger, organisering av bookbuilding, samt råd om tildeling og gjennomføring av oppgjør. Verdipapirforetakenes markedssonderinger og råd til utsteder er ofte sterkt førende for utstedeers valg av emisjonsform og -struktur. Verdipapirforetakene må i denne forbindelse være spesielt oppmerksomme på prinsippet om likebehandling og kravene om å ikke utsette innehavere av finansielle instrumenter for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteder og innehavernes felles interesse. Forhold som blant annet emisjonsvolum, emisjonskurs og eventuelle reparasjonsemisjoner vil være sentrale vurderingstemaer. Verdipapirforetakenes råd og vurderinger må dokumenteres på en slik måte at etterlevelsen av foretakenes plikter kan være gjenstand for etterfølgende kontroll.

Filialen har opplyst at det ble engasjert som tilrettelegger og plasserer for emisjonen i XXL ASA (heretter XXL) på et tidlig tidspunkt i prosessen, og Filialen har i henhold til mandatavtalen et bredt mandat og ansvarsområde. Når det gjelder emisjonen i Cool Company Limited (heretter Cool Company, sammen med XXL betegnet som Utstederne), har Filialen opplyst at det ble engasjert som plasserer på et sent tidspunkt i prosessen. Filialen hadde følgelig en mindre sentral rolle i prosessen, og deltok ikke i markedssonderinger i forkant av transaksjonen.

3.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har gjennomgått Filialens rutiner for tilrettelegging og plassering av emisjoner samt kommunikasjon, herunder lydopptak av samtaler og kopi av elektronisk kommunikasjon, mellom Filialen og Utstederne og mellom Filialen og potensielle investorer, knyttet til de utvalgte emisjonsprosessene. Kommunikasjonen med Utstederne dekket blant annet innledende diskusjoner om valg av emisjonsform og -struktur, markedssonderinger og gjennomføring av plasseringene.

Finanstilsynet kunne ikke se at Filialen har inntatt noen punkter i sitt rutineverk som omhandler Filialens rolle som tilrettelegger i forbindelse med gjennomføring av rettede emisjoner og likebehandling av eksisterende aksjonærer, verken om vurderinger som skal gjøres av Filialen, rådgivning overfor utstederkunden eller dokumentasjonskrav knyttet til dette. Finanstilsynet ba om Filialens merknader knyttet til dette.

Finanstilsynet viste i Rapporten til emisjonsprosessen for XXL og den oversendte presentasjon som ble benyttet som underlagsdokumentasjon i diskusjoner med XXL om struktur, timing, osv. for en potensiell emisjon. Det er i presentasjonen tatt inn en oversikt over fordeler og ulemper ved henholdsvis en fortrinnsrettet og en rettet emisjon med en påfølgende reparasjonsemisjon, samt en angivelse av når disse alternativene er passende å gjennomføre. Videre er det tatt med ytterligere strukturelle vurderinger knyttet til om det gjennomføres som en rettet emisjon eller fortrinnsrettsemisjon med på tanke på å sikre likebehandling av XXLs aksjonærer. Etter Finanstilsynets syn var presentasjonen godt egnet til å etablere et adekvat informasjonsgrunnlag for XXL når endelig beslutning om emisjonsform skal fattes selv om presentasjonen ikke ender i en konkret og entydig anbefaling fra Filialens side. Finanstilsynet presiserte at Filialen i tillegg til å gi balansert informasjon om emisjonsform- og struktur også plikter å rådgi utstederselskapet om dette.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon I Rapporten at Filialen i den omtale emisjonsprosessen hadde sørget for å gi XXL balansert informasjon knyttet til valg av emisjonsform og -struktur, jf. vphl. § 10-10 (1), men at Filialen ikke hadde sørget for å rådgi XXL om dette, jf. vphl. § 10-9 (1).

3.4 Filialens kommentarer i Tilsvaret

Filialen viser i Tilsvaret til at det har oppdatert sine rutiner ved å innta anbefalingen fra Verdipapirforetakenes forbund (VPPF) knyttet til vurderinger og dokumentasjon i emisjonsprosesser, og anser at denne anbefalingen oppfyller kravene for rådgivning og dokumentasjon.

Filialen skriver i Tilsvaret at rådgivning om emisjonsform og -struktur vanligvis er en integrert del av de innledende diskusjonene mellom utsteder og dets juridiske rådgivere, med mindre beslutningen allerede er truffet av utstederen. Filialen viser til at det diskuteres ulike finansieringsløsninger med ulemper og fordeler.

Filialen redegjør i Tilsvaret for rådgivningen gitt i den aktuelle emisjonsprosessen og skriver: "it is Nordea's understanding and view that it has provided adequate advice to the issuer". Filialen viser blant annet til at det i presentasjonen og i gjennomgangen av presentasjonen ble listet opp alternativene i en prioritert rekkefølge, hvor det foretrukne alternativet var alternativ A. Avslutningsvis skriver Filialen: "*Nordea considers that it has provided adequate advice regarding transaction structure and form, and that this has been sufficiently documented. Although not a legal requirement for managers in the view of Nordea, a specific and unambiguous recommendation has arguably also been provided.*"

3.5 Finanstilsynets konklusjon

Etter en ytterligere gjennomgang og vurdering av mottatt dokumentasjon, slutter Finanstilsynet seg til Filialens anførsel i Tilsvaret om at den har oppfylt sin forpliktelse til å rådgi om valg av emisjonsform og -struktur i forbindelse med emisjonen i XXL, jf. vphl. § 10-9 (1), se § 10-10 (1). Finanstilsynet tar videre Filialens justerte rutiner til etterretning.

Finanstilsynet vil likevel presisere at verdipapirforetaks plikter etter vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) til å påse at markedets integritet ivaretas på beste måte og til å påse at all informasjon som gis til kunder er balansert og klar, innebærer at foretakene har en selvstendig plikt til å informere og rådgi om alternative emisjonsformer, herunder om emisjonen bør gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon, uavhengig av de vurderinger utsteder selv måtte ha gjort når det gjelder emisjonsform. Dette må dokumenteres. Dersom det blir besluttet å gjennomføre kapitalforhøyelsen som en rettet emisjon, forventer Finanstilsynet at verdipapirforetakene også dokumenterer at de gir klare og balanserte råd til utsteder om sentrale forhold ved en eventuell reparasjonsemisjon som kan bidra til å sikre en større grad av likebehandling av aksjonærene. Gjennomføringen av en reparasjonsemisjon vil imidlertid ikke frita foretakene fra å initielt rådgi om emisjonsform. Tilretteleggerens råd og anbefalinger vil som nevnt ofte være sterkt førende for utsteders valg i en emisjonsprosess. Det er derfor viktig at verdipapirforetakene er bevisst på dette, særlig dersom den planlagte kapitalinnhentingene eksempelvis innebærer betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer og/eller større rabatter.

Selv om det er generalforsamlingen/styret i utstederselskapet som fatter endelige beslutninger om emisjonsform og -struktur, må verdipapirforetakene bidra til at utsteders beslutninger er basert på et adekvat informasjonsgrunnlag hvor likebehandling av eksisterende aksjonærer inngår som et sentralt vurderingstema, og at informasjonen/rådene som gis til utsteder er klare og balanserte.

Finanstilsynet har samtidig forståelse for at foretakenes anledning til å påvirke utstederens egne vurderinger og rekkevidden av plikten til å rådgi om alternative emisjonsformer og -strukturer, som i større grad kan bidra til likebehandling av utsteders aksjonærer, vil avhenge av blant annet på hvilket tidspunkt i prosessen foretaket involveres, og av foretakets ansvarsområde og oppgaver slik de er skissert i mandatavtalen. Andre konkrete omstendigheter knyttet til utsteder og emisjonen vil også kunne virke inn. Handlingsrommet kan være begrenset dersom det f.eks. dreier seg om en "kriseemisjon" med knapp tidshorisont, hvor utsteders kapital/likviditetssituasjon tilsier at det ikke foreligger reelle og praktisk gjennomførbare alternativer til en rettet emisjon, og at det åpenbart er i aksjonærfellesskapets interesse at dette blir gjennomført.

Hensiktsmessige rutiner på dette området er vesentlig for å sikre forståelse og bevissthet blant Bankens ansatte og for å innarbeide en god kultur og praksis internt i Banken for deres rolle som tilrettelegger og rådgiver i emisjonsprosesser, herunder om hvilke vurderinger og råd Banken skal gi kunden om emisjonsform og -struktur mv. i lys av kravet om likebehandling av utsteders aksjonærer og kravet om å sikre at all informasjon som gis er balansert og klar.

4. GJENNOMFØRING AV MARKEDSSONDERINGER

4.1 Rettslig grunnlag

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

Etter MAR artikkel 11 nr. 1 omfatter markedssonderinger formidling av opplysninger til en eller flere investorer før offentliggjøring av en transaksjon for å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon og vilkårene for den. I fortalen til MAR punkt 32 er markedssonderinger omtalt som et svært verdifullt verktøy for å vurdere interessen hos potensielle investorer, styrke dialogen med aksjeeierne, sikre en smidig avvikling av handlene og at utstedere, eksisterende aksjeeiere og eventuelle nye investorer har sammenfallende oppfatninger. Mulighetene for å gjennomføre markedssonderinger er videre omtalt som viktig for at finansmarkedene skal virke på en tilfredsstillende måte. I forkant av gjennomføringen av en markedssondering, skal det etter MAR artikkel 11 nr. 3 vurderes hvorvidt markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon (som definert i MAR artikkel 7). Denne vurderingen skal dokumenteres og begrunnes.

En tredjepart som opptrer på vegne av utsteder eller for utsteders regning, og som legger frem opplysninger i forbindelse med en markedssondering, er definert som "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 mottakerne av markedssonderingen, samt opplysningsplikt overfor mottakeren om relevante regler som aktualiseres, jf. nr. 5 a) – d). Pliktene etter MAR artikkel 11 er utdypet gjennom kommisjonsforordningene (EU) 2016/959 og (EU) 2016/960, jf. vpf. § 3-1 (6) og (5).

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 markedssonderingene ikke omfattes av "*safe harbour*"-unntaket, og det vil da være en risiko for at markedssonderingene vil kunne anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon.

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

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

4.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har gjennomgått innsendt dokumentasjon knyttet til Filialens markedssondering i forbindelse med den aktuelle emisjonsprosessen, og stilte i Rapporten enkelte oppfølgingsspørsmål knyttet til materialet som var utarbeidet og opplysningene som ble gitt til potensielle investorer.

4.3 Filialens kommentarer i Tilsvaret

Filialen har i Tilsvaret redegjort for den aktuelle markedssonderingen og besvart Finanstilsynets oppfølgingsspørsmål.

4.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet tar Filialens redegjørelse til etterretning.

Finanstilsynet vil imidlertid presisere at manglende etterlevelse av reglene om markedssonderinger vil innebære en risiko for at en forespørsel til en investor om å delta i en markedssondering vil kunne utgjøre ulovlig spredning av innsideinformasjon. Dette må vurderes konkret ut fra forholdene ved den enkelte forespørselen samt hvilken type informasjon og mengden av informasjon som deles i

forbindelse med forespørselen. Generelt vil risikoen for at det kan innebære ulovlig spredning av innsideinformasjon øke når det ved forespørsel om deltakelse gis informasjon som kan øke sannsynligheten for at utstederselskapet identifiseres. Hva slags informasjon dette kan dreie seg om må som nevnt bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfelle, men det må under ingen omstendighet gis informasjon som i sum kan danne grunnlag for identifisering av utstederselskapet. Det må dermed utvises stor varsomhet med hvilken informasjon som gis ettersom det er vanskelig å kontrollere fullt ut om og i hvilken grad investorer, enten direkte eller gjennom sine kontaktflater, kan sette sammen fragmenter til et mer meningsfullt hele slik at det foreligger presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på de aktuelle finansielle instrumenter merkbart. Dersom flere verdipapirforetak er engasjert som tilretteleggere i samme transaksjon og bistår utstederselskapet med markedssonderingene, forventer Finanstilsynet at tilretteleggerne er koordinerte med hensyn til hvilken begrenset informasjon det enkelte foretak deler med potensielle investorer. I motsatt fall vil risikoen for identifikasjon kunne øke betraktelig.

Videre er det et sentralt aspekt at mottakeren av forespørselen om deltakelse i markedssonderingen kan risikere å havne i en ufrivillig innsideposisjon med blant annet tilhørende handelsforbud i henhold til MAR artikkel 14 bokstav a dersom opplysningene som gis i forespørselen er av en slik art og omfang at det danner grunnlag for identifisering av utstederen, *før* mottakeren har samtykket til å motta innsideinformasjon. Dette vil utgjøre et brudd på kravet om god forretningsskikk, jf. vphl § 10-9 (1). Det må derfor også på dette grunnlaget utvises stor varsomhet med hensyn til informasjonen som deles ved slike forespørsler.

Finanstilsynet forutsetter at verdipapirforetakene har høy bevissthet med hensyn til hvilken informasjon som deles i forbindelse med gjennomføringen av markedssonderinger og at det foretas konkrete vurderinger av dette i *før* oppstart av markedssonderingen i hver enkelt transaksjon. Disse vurderingene skal dokumenteres og begrunnes.

5. INNSIDELISTER

5.1 Rettslig grunnlag

Det følger av MAR artikkel 18 nr. 1 a) at utstedere eller person som opptrer på deres vegne eller for deres regning skal føre innsidelister med oversikt over alle personer som har tilgang til innsideinformasjon, og som arbeider for dem i henhold til arbeidsavtale eller på annen måte utfører oppgaver som innebærer at de har tilgang til innsideinformasjon. Etter ESMA's spørsmål- og svar dokument ESMA 70-145-11 (ESMA Q&A om MAR) punkt 10.1 har personer som opptrer på utsteders vegne en selvstendig plikt til å utarbeide egne innsidelister. Listen skal på nærmere fastsatte vilkår oppdateres og på forespørsel oversendes til Finanstilsynet, jf. MAR artikkel 18 nr. 1 b) og c). Listeføringsplikten er knyttet til definisjonen av "innsideinformasjon" i MAR artikkel 7 nr. 1 a). Med innsideinformasjon menes presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort. Vilklårene om at opplysningene må være presise og være egnet til å påvirke kursen merkbart er nærmere presisert i MAR artikkel 7 nr. 2 og nr. 4.

I henhold til MAR artikkel 18 nr. 4 skal innsidelisten oppdateres umiddelbart, med angivelse av dato for oppdateringen, dersom årsaken til at en person er oppført på innsidelisten endres, når en ny person

får tilgang til innsideinformasjon og må tilføyes på innsidelisten, samt når en person ikke lenger har tilgang til innsideinformasjon.

Innsidelisten skal etter MAR artikkel 18 nr. 3 minst omfatte identiteten til alle personer som har tilgang til innsideinformasjon, årsaken til at vedkommende er oppført på innsidelisten, dato og klokkeslett da personen fikk tilgang til innsideinformasjonen og datoen da innsidelisten ble utarbeidet. Det er oppstilt detaljerte krav til innsidelister og standardformater i Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210, jf. vpf. § 3-1 (15) (trådte i kraft 1. juni 2023). Innsidelister som føres etter MAR artikkel 18 nr. 1 skal utarbeides i henhold til *Template 1* i Annex I, jf. Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210 artikkel 1 nr. 1. På tidspunktet tilsynet ble gjennomført, fulgte detaljerte krav til innsidelister og standardformater av Kommisjonsforordning (EU) 2016/347, som ble erstattet av Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210.

5.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har gjennomgått Filialens redegjørelse for på hvilket tidspunkt i emisjonsprosessen Filialen vurderte at det forelå innsideinformasjon og tilhørende innsideinformasjon.

Finanstilsynet viste i Rapporten til Filialens prosedyre og retningslinjer for føring av innsideslister – "Standard Operating Procedure on Insider List"

Finanstilsynet viste i Rapporten til Filialen sin vurdering og redegjørelse for når det forelå innsideinformasjon i forbindelse med emisjonsprosessen i XXL. Det kom frem av redegjørelsen at det den 2. desember 2022 var klart at XXL hadde behov for ytterligere egenkapital, og at emisjonsprosjektet ble opprettet med prosjektnavnet "Clean". Prosjektet ble ansett som innsideinformasjon fra denne datoen.

Den fremlagte dokumentasjonen viser at Filialen tidligere hadde hatt samtaler med XXL om mulig kapitalinnhenting, og en innsideliste med prosjektnavn "Mangrove" ble opprettet i forbindelse med dette den 14. april 2021. Det ble imidlertid ikke opprettet en egen liste for det nye prosjektet "Clean" i desember 2022, men ansatte involvert i prosjektet "Clean" ble ført opp på den eksisterende innsidelisten for prosjekt "Mangrove" opprettet 14. april 2021. Finanstilsynet bemerket at ikke gikk klart frem av innsidelisten for "Mangrove" at disse ansatte var oppført i forbindelse med det nye prosjektet "Clean". Det var også uklart for Finanstilsynet hvilke innsideopplysninger de listeførte ansatte hadde mottatt, og på hvilket tidspunkt de hadde mottatt opplysningene.

Avslutningsvis bemerket Finanstilsynet i Rapporten at det manglet oppføring av telefonnummer på de oversendte innsidelistene. Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210 presiserer at telefonnummer er spesielt viktig ettersom de gjør det mulig for vedkommende myndighet å agere raskt og om nødvendig anmode om opplysninger om datatrafikk.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at Filialen ikke hadde sørget for å føre innsidelister i tråd med gjeldende krav, jf. MAR artikkel 18. Finanstilsynet skrev videre at det var kritiske til at samme innsideliste ble benyttet til å føre opp ansatte med ulik type innsideinformasjon knyttet til ulike prosjekter, uten at dette fremkom av innsidelisten. Filialen hadde i tillegg tilsynelatende brutt egne interne rutiner for føring av innsidelister.

5.3 Filialens kommentarer i Tilsvaret

Filialen skriver i Tilsvaret at det er enig i Finanstilsynets vurderinger angående listeføring i forbindelse med emisjonsprosessen i XXL, og erkjenner at innsidelisten i den aktuelle emisjonsprosessen ikke ble håndtert i samsvar med Filialens interne prosedyrer for listeføring. Videre opplyser Filialen i Tilsvaret at det i løpet av 2023 har forbedret prosessen for håndtering av innsidelister. Filialen har implementert nytt system for håndtering av innsidelister med forbedret funksjonalitet som muliggjør mer effektiv datainnsamling for innsidelister.

5.4 Finanstilsynets konklusjon

Det er Finanstilsynets konklusjon at Filialen i emisjonsprosessen i XXL ikke har sørget for å føre innsidelister i tråd med gjeldende krav, jf. MAR artikkel 18. Filialen har i dette tilfellet kombinert innsidelister for ulike prosjekter, uten å angi begrunnelse eller tidspunkt for oppføring av den enkelte ansatte. Finanstilsynet finner dette kritikkverdig.

For Finanstilsynet

Roy Halvorsen
seksjonssjef

Hedvig Vold
tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.