



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Carnegie AS
Postboks 684 Sentrum
0106 OSLO

Vår referanse
24/12284
Deres referanse

10.04.2025

Tilsynsrapport

1 Innledning

Det vises til Finanstilsynets brev datert 13. februar 2025 (rapporten) og svar fra Carnegie AS (foretaket) datert 5. mars 2025 (tilsvaret), knyttet til foretakets håndtering av insideinformasjon i tilknytning til en større kjøpsordre i Solstad Offshore ASA (SOFF) 14. desember 2023 (kjøpsordren).

2 Finanstilsynets oppsummering

Ulovlig spredning av insideinformasjon foreligger når en person besitter insideinformasjon og sprer informasjonen til en annen person, med mindre spredningen skjer som ledd i den normale utøvelsen av vedkommendes arbeid, yrke eller forpliktelser, se MAR¹ artikkel 10 nr.1.

Det er Finanstilsynets konklusjon at foretaket, i forbindelse med utførelsen av kjøpsordren, har spredd insideinformasjon uten at dette har skjedd som ledd i *den normale utøvelsen* av foretakets arbeid, se MAR artikkel 14 c, jf. artikkel 10 nr. 1. Dette er alvorlig fordi slik spredning generelt øker mulighetene for misbruk av informasjonen. Finanstilsynet retter kritikk til foretaket for ordreførelsen.

Finanstilsynet har i denne saken etter en samlet vurdering valgt å ikke ilegge overtredelsesgebyr. Vi har særlig lagt vekt på at ordreinformasjonen ble delt med SOFF-aksjonærene på kvelden etter at handelsplassen Oslo Børs var stengt og at det – etter Finanstilsynets forståelse – var uaktuelt å forlenge kjøpsoppdraget inn i børsens åpningstid dagen etter. Misbrukspotensialet var dermed betydelig lavere enn dersom insideinformasjonen ble delt i børsens åpningstid. Finanstilsynet har imidlertid fremhevet overfor foretaket at misbrukspotensialet ikke var eliminert fullstendig, og at det foreligger muligheter for å utnytte insideinformasjon selv om handelsplassen er stengt. Forbudet i MAR mot ulovlig spredning av insideinformasjon gjelder uavhengig av handelsplassenes åpningstid.

¹ Forordning (EU) 596/2014 om markedsmisbruk (MAR), gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 3-1

3 Finanstilsynets merknader

3.1 Faktum

Etter opplysningene innhentet i saken legger Finanstilsynet følgende til grunn:

- Den 14. desember 2023 kl. 15:02 mottok foretaket en ordre fra Aker Capital AS (Aker) om å kjøpe opp til 8,2 millioner aksjer i SOFF til maksimal pris 50 kroner per aksje. Det går frem av ordren at den var gjeldende fram til børsåpning på Oslo Børs 15. desember 2023.
- Størrelsen på kjøpsordren var betydelig. 8,2 millioner aksjer tilsvarte rundt 10 % av de utstedte aksjene i SOFF. I 2. halvår 2023 ble det i gjennomsnitt omsatt 1,36 millioner aksjer daglig i SOFF på Oslo Børs.
- Maksimal kjøpspris på 50 kroner per aksje representerte en premie på 40% i forhold til gjeldende markedskurs i aksjen. Åpningskursen i SOFF på Oslo Børs den 14. desember 2023 var 32,96 kroner per aksje. Sluttkursen samme dag var 35,60 kroner. Dagen etter, da transaksjonen var offentlig kjent, åpnet aksjen på 44 kroner og stengte på 37,20 kroner.
- Etter mottak av ordren ble det avholdt et fysisk møte internt i foretaket, der ordren og gjennomføringsplan ble diskutert. Foretaket behandlet ordren som en "aksjeordre", og ikke som et Investment Banking-mandat. På dette tidspunktet vurderte foretaket etter det opplyste at ordreinformasjonen utgjorde innsideinformasjon "samlet sett". Vurderingen er ikke dokumentert.
- Foretaket startet å føre innsideliste kl. 15:03 samme dag. Totalt syv personer i foretaket ble satt på innsidelisten. Foretaket har opplyst at det kun var disse syv som hadde fullstendig kjennskap til ordren.
- En trader i foretaket ble etter mottak av ordren instruert om å kjøpe SOFF i markedet. Traderen ble etter det opplyste ikke informert om ordren, og ble derfor ikke satt på innsidelisten.
- Foretaket har opplyst at *"Siden det var snakk om en kjøpsordre, var det ikke relevant å følge MAR sitt markedssonderingsregime i forbindelse med kommunikasjonen med eksisterende aksjonærer i SOFF. For å sikre at de eksisterende aksjonærene fikk lik tilgang til informasjon, ble det besluttet å bruke et standardisert script. Ingen eksisterende aksjonærer skulle krysses med innsideinformasjon, og det ble dermed ikke lagt opp til script med samtykke til deling av slik informasjon. Det ble besluttet at meglerne hos Carnegie skulle bistå med å kontakte eksisterende aksjonærer etter børsens stengetid. Meglerne skulle få tilgang til begrensede deler av informasjonen om ordren, mens viktige detaljer som kjøpers navn ble holdt tilbake"*.
- Foretaket startet med å kontakte eksisterende aksjonærer i SOFF 14. desember 2023 etter børsens stengetid. Foretaket har opplyst at meglerne som skulle utføre kjøpsordren ble informert i fysisk møte etter børs kl. 16.30.
- Scriptet som ble utarbeidet for transaksjonen, og som ble brukt av meglerne i samtale med aksjonærene som ble kontaktet, lød som følger:
 - Carnegie har mottatt en kjøpsordre fra en eksisterende aksjonær i Solstad Offshore
 - Ordre på å kjøpe inntil 8,2 millioner aksjer til en pris på maksimalt NOK 50 per aksje
 - Når volumet er fylt, vil kjøperen ikke kjøpe flere aksjer i selskapet
 - Alle selgere vil motta samme pris
 - Boken blir stengt når ordren er fullført
 - Boken kan stenges uten forvarsel, men senest før børs i morgen, fredag
- Foretaket kontaktet totalt 154 eksisterende aksjonærer i SOFF. 68 av disse aksepterte å selge aksjer til 50 kroner per aksje.
- Foretaket meldte i e-post til Aker kl. 20:45 samme kveld at ordren var dekket, og at foretaket på vegne av Aker hadde kjøpt 8,24 millioner aksjer til snittkurs 48,45 kroner per aksje.
 - 7.396.886 aksjer ble kjøpt etter børs til 50 kroner per aksje
 - 843.114 aksjer ble kjøpt i markedet til snittkurs 34,84 kroner per aksje

- Klokken 22:20 samme kveld ble det offentliggjort en flaggemelding fra Aker via meldingssystemet til Oslo Børs. Aker opplyste at selskapet samme dag hadde kjøpt 8,24 millioner aksjer i SOFF til en gjennomsnittspris på 48,45 kroner per aksje. Etter transaksjonen eide Aker ca. 32,9 % av aksjene i SOFF.
- Foretakets innsideliste ble lukket samme kveld kl. 22:21.

3.2 Foretakets kommentarer

Finanstilsynet stilte i rapporten en rekke spørsmål knyttet til foretakets rutiner og foretakets vurderinger og håndtering av innsideinformasjon ved utførelsen av kjøpsordren.

Foretaket skriver i tilsvaret at de har hatt rutiner for håndtering av innsideinformasjon ved store ordre i lang tid. Det viser til utdrag fra rutinen ("Securities Manual") som var gjeldende på tidspunktet for kjøpsordren, og som blant annet sier at *"from time to time, we receive orders or indication of orders of such size or in specific situations that we must assume that information about the order or indication may be deemed as inside information, leading to restrictions and prohibitions related to the specific financial instrument. In such cases the employee must not pass on information to persons not concerned, not give investment advice to others and not trade on own account. Due care must be taken by all employees in such situations"*.

Foretaket bemerker at *"I tråd med Carnegies rutiner, ble ordren (som ble mottatt 14. desember kl. 15:02) vurdert til å utgjøre innsideinformasjon i form av en stor ordre til avvikende kurs av en toneangivende aksjonær [...] Det ble straks opprettet innsideliste [...] aksjer ble kjøpt i markedet uten deling av informasjon ut børsens åpningstid [...] Aker var kun kjøper frem til børsåpning den 15. desember. Dette var dermed en engangsordre som var uten effekt allerede ved børsåpning dagen etter. Slik Carnegie vurderte det, er det ikke opplagt om ordreinformasjonen er innside- informasjon når navnet utelates, og i alle tilfeller om det eksisterer en misbruksmulighet overhodet"*.

Foretaket skriver at det standardiserte scriptet meglerne benyttet ved kontakt med SOFF-aksjonærene ble utarbeidet for å sikre lik informasjon til aksjonærene og for å unngå å dele det som ble vurdert som innsideinformasjon. Foretaket understreker at *"Sistnevnte var en praktisk nødvendighet av hensyn til (i) at kunden ikke ønsket å utligne informasjonen i markedet (ettersom slik offentliggjøring ville medført at ordren trolig ikke kunne blitt gjennomført, gitt den spesielle situasjonen i SOFF mellom Kistefos og Aker), og (ii) fordi det ikke ville la seg gjøre å 'wall-crosse' et så stort antall aksjonærer i et så kort tidsrom. Det ble derfor besluttet å kun holde tilbake navnet på kjøper, i tråd med Securities Manual, og i all hovedsak å gjennomføre ordren utenfor børsens åpningstid. Det ble videre besluttet å ikke krysse aksjonærene med innsideinformasjon, dvs. at man ikke ville be om samtykke til å dele innsideinformasjon. Hvorvidt vurderingen av å dele ordrens størrelse var riktig og nødvendig, kan det være delte meninger om. Slik Carnegie vurderte det, var det kjøpers identitet som var kursdrivende, ikke engangsordren utenfor børsens åpningstid. Men det var uansett en vurdering som ble foretatt, ikke oversett. Vurderingen innebar at Carnegie delte informasjon med mulige selgere av SOFF-aksjer uten wallcrossing av hensyn til kundens ønske om å gjennomføre ordren raskt, utenfor børsens åpningstid, med størst mulig sannsynlighet for suksess, og med minst mulig misbrukspotensiale. Alternativet ville etter Carnegies oppfatning mest sannsynlig vært at ordren ikke lot seg gjennomføre"*.

Foretaket understreker senere i tilsvaret at det *"fastholder at ordreinformasjonen [som ble delt med SOFF-aksjonærene] ikke utgjorde innsideinformasjon, ettersom (i) navnet på kjøper ble holdt skjult og (ii) ordren kun gjaldt frem til børsens åpning påfølgende dag, 15. desember (altså utenfor børsens åpningstid). Aker var ikke kjøper av aksjen dagen etter. En fornuftig investor vil derfor ikke kunne*

agere på denne informasjonen, og den er uten betydning for markedsverdien av utstederselskapet SOFF. Kurspåvirkningsvilkåret² er derfor ikke oppfylt".

Foretaket skriver videre at "For det tilfelle at det likevel skulle ha blitt delt innsideinformasjon, mener Carnegie at det er konkrete elementer ved ordren som tilsier at delingen av informasjonen med de utvalgte aksjonærene i SOFF likevel ikke utgjorde ulovlig spredning, verken i relasjon til MAR artikkel 10 nr. 1 eller i relasjon til vphl. § 10-9". Foretaket viser til MAR artikkel 10 nr. 1, som fastsetter at ulovlig spredning av innsideinformasjon 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". Foretaket bemerker at "De norske forarbeidene gir ingen presiserende veiledning til forståelsen av unntaket i MAR artikkel 10 nr. 1, utover å vise til at den tidligere regelen om taushetsplikt i vphl. § 3-4 nå kan utledes av MAR artikkel 10 nr. 1".

Foretaket bemerker også at det er "en forskjell mellom å sondere interesse, størrelse og pris for en potensiell transaksjon (som er en sondering), og det å utføre en ordre der både pris og størrelse er fastlagt på forhånd og der kontakten med investor utelukkende gjøres for å få en avtale i stand. I sistnevnte tilfelle er det reglene i MiFID II som gjelder, uten overlapp fra MAR [...] Kunnskapen om ordren i SOFF, fra mottak kl. 15:02 og frem til børsen stengte 16:30, er å anse som innsideinformasjon. Etter dette vil kjøpers identitet kunne utgjøre innsideinformasjon. Imidlertid vil selve utførelsen av ordren være regulert av MiFIDs regler, der ordreinformasjon som er nødvendig for å gjennomføre transaksjonen må kunne deles uhindret av reglene i MAR".

Foretaket viser til to av Finanstilsynets tidligere saker (referanse 23/11464 og 24/4247), og skriver at Finanstilsynet i disse sakene har "gjort det klart at det legges til grunn at bestemmelsen i MAR artikkel 10 nr. 1 skal tolkes presiserende til at mottaker av innsideinformasjon skal gi en klar aksept, og motta opplysninger om forpliktelsene som derved inntreffer, av å motta innsideinformasjon [...] Vi har forstått det slik at det er en unntaksfri regel, siden spørsmålet ikke drøftes av Finanstilsynet. Denne forståelsen av unntaket er så vidt vi kan se frirettslig, uten holdepunkter i ordlyden i MAR". Foretaket anfører at det ikke er noen "autoritative kilder som tilsier at det er et vilkår etter MAR artikkel 10 nr. 1 at investorene skal akseptere å bli satt i innsideposisjon, verken i norske kilder, europeiske kilder eller bransjens egen anbefaling".

Foretaket kommenterer videre at "Carnegie er av den oppfatning at vphl. § 10-9 innebærer at investorer som et utgangspunkt ikke skal settes i innsideposisjon uten å samtykke til det. Det må likevel foretas en konkret vurdering av det enkelte tilfellet, der det sentrale spørsmålet er hvilken ulempe investoren påføres [...] For aksjonærene som ble kontaktet, kan henvendelsen neppe anses som en ulempe, selv om reglene om god forretningsskikk tilsier at investorer i utgangspunktet bør informeres og godkjenne å bli satt i innsideposisjon [...]. En eventuell deling av innsideinformasjon i denne saken ville uansett være utlignet senest ved børsåpning påfølgende dag, slik at mottakerne av en eventuell innsideinformasjon i praksis ikke ville kunne oppleve (eller faktisk har opplevd) noen form for 'innlåsnings effekt' [...] Dersom et ufrivillig mottak av innsideinformasjon skjer i børsens åpningstid, er potensialet for uheldige konsekvenser ofte prekært. Planlagte transaksjoner vil kunne måtte settes på vent, og det kan eventuelt uforvarende handles med innsideinformasjon med store negative konsekvenser. I et tilfelle der informasjonen deles utenfor åpningstid, er skadepotensialet vesentlig mindre. Dette potensialet reduseres ytterligere dersom innsideinformasjonen/ordren kun består frem til børsen åpner neste dag. Når informasjon deles og opphører utenfor åpningstid, er det ingen risiko for at planlagte transaksjoner ikke kan gjennomføres".

Foretaket kommenterer avslutningsvis, under overskriften "Særlig om dokumentasjonskrav", Finanstilsynets henvisning i rapporten til vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og nr. 8 som hjemmel for foretakets plikt til å sørge for hensiktsmessige rutiner for håndtering av innsideinformasjon og foretakets plikt til å dokumentere sine vurderinger av innsideinformasjon og sin "wall crossing" av investorer ved

² Som definert i MAR

gjennomføring av en transaksjon. Foretaket skriver at det ikke kan se at det er noe krav til at dets vurderinger av innsideinformasjon skal dokumenteres skriftlig, og anfører at *"Bestemmelsen skal etter vårt syn tolkes presiserende, i lys av direktivbestemmelsen den gjennomfører. Vphl. § 9-16 gjennomfører MiFID II art. 16 som har et snevrere virkeområde for denne plikten, nemlig "its obligations under this Directive". I tråd med Norges EØS-rettslige forpliktelser, må bestemmelsen rimeligvis tolkes presiserende, slik at plikten kun er knyttet til etterlevelse av norske regler som gjennomfører MiFID II. Tilsvarende dokumentasjonskrav følger ikke av MAR, utenfor tilfellene nevnt i MAR artikkel 11"*.

3.3 Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

Foretakets rutiner

Foretaket viser til rutinen for håndtering av innsideinformasjon ved store ordre (inntatt i foretakets "Securities Manual"), som var gjeldende på tidspunktet for kjøpsordren og som blant annet sier at størrelsen på en ordre eller andre forhold ved ordren kan utgjøre innsideinformasjon. Finanstilsynet vil særlig bemerke at rutinen kun omtaler generelt at ansatte i slike tilfeller ikke må dele informasjonen med uvedkommende ("persons not concerned") og for øvrig utvise tilbørlig aktsomhet ("due care"). Rutinen gir ikke noen ytterligere presiseringer av begrepene "uvedkommende" og "tilbørlig aktsomhet", eller noen nærmere veiledning om hvordan dette faktisk skal håndteres. Det er Finanstilsynets konklusjon at foretakets rutine på tidspunktet for kjøpsordren burde ha vært mer konkret og operasjonalisert slik at den kunne utgjøre et hensiktsmessig verktøy for ansatte som står i en situasjon hvor mulig innsideinformasjon må vurderes og håndteres. Foretaket har i ettertid oversendt en nyetablert "Rutine for uvanlige handler og håndtering av innsideinformasjon på meglerbordet", som supplerer "Securities Manual" og som er langt mer konkret. Finanstilsynet tar denne til etterretning.

Vurdering av karakteren av informasjonen som ble formidlet

Foretaket skriver at det vurderte ordreinformatjonen som ble delt med SOFF-aksjonærene etter børsens stengtids til ikke å utgjøre innsideinformasjon fordi navnet på kjøper ikke ble delt og fordi ordren kun var gyldig frem til børsens åpning påfølgende dag.

Finanstilsynet viser til definisjonen av innsideinformasjon i MAR art. 7 nr. 1 a): *"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"*. 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"*. Det fremgår av art. 7 nr. 4 (1) 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"* (kurspåvirkningsvilkåret). 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.

I henhold til scriptet som ble utarbeidet for transaksjonen skulle foretakets meglere blant annet informere de kontaktede aksjonærene både om at kjøper var en eksisterende aksjonær, at kjøpsordren gjaldt 8,2 millioner aksjer i SOFF (tilsvarende rundt 10% av de utstedte aksjene i SOFF), at kjøper var villig til å betale 50 kroner per aksje (tilsvarende en premie på 40 % fra sluttkursen på Oslo Børs samme dag) og at ordren var gyldig frem til børsens åpning påfølgende dag. All informasjon om ordren, med unntak av navnet på kjøper, ble dermed formidlet til aksjonærene. Det var et svært begrenset antall sannsynlige kjøpere til de gitte betingelsene, og flere av aksjonærene

som ble kontaktet gikk umiddelbart ut fra at Aker stod bak ordren. Slik situasjonen var mener Finanstilsynet at informasjonen som ble formidlet utgjorde et tilstrekkelig grunnlag til at investorene kunne trekke en kvalifisert slutning om hvem som var bak ordren. Kjennskap til identiteten til oppdragsgiver er likevel ikke avgjørende for Finanstilsynets vurdering av opplysningenes karakter. Uavhengig av dette mener vi at opplysningene som vitterlig ble delt med SOFF-aksjonærene utgjorde opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis ville benyttet som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger, og at kurspåvirkningsvilkåret dermed var oppfylt. Det at børsen var stengt på tidspunktet for formidlingen er ikke relevant i vurderingen av opplysningenes karakter.

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at informasjonen om kjøpsordren i SOFF som ble gitt av Foretakets meglere til SOFF-aksjonærene etter børsens stengt tid 14. desember 2023 klart faller innenfor MARs definisjon av innsideinformasjon.

Vurdering av ulovlig spredning av innsideinformasjon

Foretaket anfører at dersom innsideinformasjon ble delt med SOFF-aksjonærene, så var ikke informasjonsdelingen ulovlig i relasjon til MAR artikkel 10 nr. 1.

Finanstilsynet viser til MAR artikkel 14 c) som forbyr ulovlig spredning av innsideinformasjon. Hva som regnes som ulovlig spredning av innsideinformasjon er utdypet i MAR artikkel 10 nr. 1. Bestemmelsen fastsetter som nevnt 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*". Uttrykket *normal utøvelse* er ikke nærmere definert i MAR. Foretaket skriver at "*De norske forarbeidene gir ingen presiserende veiledning til forståelsen av unntaket i MAR artikkel 10 nr. 1, utover å vise til at den tidligere regelen om taushetsplikt i vphl. § 3-4 nå kan utledes av MAR artikkel 10 nr. 1*".

Finanstilsynet presiserer at lovutvalget, i forbindelse med gjennomføring av MAR i norsk rett, i NOU 2017:14, behandlet både tidligere vphl. § 3-4 første ledd om *taushetsplikt* (i punkt 3.3.3) og § 3-4 andre ledd om *tilbørlig informasjonshåndtering* (punkt 3.5.3). Utvalget uttaler 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 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*" (vår understrekning).

I tråd med uttalelsene i forarbeidene legger Finanstilsynet til grunn at det i uttrykket *normal utøvelse* i MAR artikkel 10 nr. 1, se artikkel 14 c), fremdeles gjelder et krav til forsvarlig informasjonshåndtering for å forebygge misbruk. Finanstilsynet har i offentlig publiserte tilsynsrapporter gitt uttrykk for at det legger til grunn at det i uttrykket *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. Og videre at det forutsetter at den som formidler informasjon 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 (såkalt "wallcrossing"). Dette skal dokumenteres.

Foretaket anfører at Finanstilsynets tolkning av unntaket knyttet til *normal utøvelse*, og utledning av konkrete handleplikter for den som formidler innsideinformasjon med hjemmel i MAR artikkel 10, er frirettslig og uten holdepunkter i ordlyden i MAR.

Hva som ligger i uttrykket *normal utøvelse*, må nødvendigvis tolkes. Formålsbetraktninger er sentralt ved fortolkningen av EU-rettslige bestemmelser. Finanstilsynet fastholder at det i unntaket knyttet til *normal utøvelse* ligger at formidlingen av innsideinformasjon må skje på en slik måte at faren for misbruk begrenses og at den som formidler innsideinformasjon må gjennomføre "wallcrossing" av mottaker før innsideinformasjon formidles. En slik forståelse ivaretar MARs formål om å forhindre og minimere markedsmisbruk, samt styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene. Forståelsen er også forenlig med uttalelser i forarbeidene, som redegjort for over.

Foretaket skriver at utførelsen av kjøpsordren etter børs ikke er regulert av MAR, men kun av MiFID II. Finanstilsynet er, som det fremgår av det ovenstående, ikke enig i det. Forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon i MAR gjelder, uansett type transaksjon.

Foretaket skriver videre at "*det ikke ville la seg gjøre å "wallcrosse" et så stort antall aksjonærer i et så kort tidsrom*" (fra børsens stengetid til børsåpning neste dag). Finanstilsynet mener dette ikke er relevant for vurderingen, men vil likevel bemerke at det er vanskelig å se at dette ville vært så byrdefullt for foretaket eller aksjonærene at dette ikke ville vært mulig å gjennomføre. Foretaket kunne i denne sammenheng opplyst aksjonærene om at innsideinformasjonen mest sannsynlig ville bli utlignet før børs neste dag (uten at det kunne garanteres). Foretaket har også selv anført, i forbindelse med drøftingen av forbudet etter vphl. § 10-9 mot å sette investorer i innsideposisjon uten samtykke, at dette ikke ville medført noen ulempe eller "innlåsningsseffekt" for aksjonærene.

Foretaket skriver avslutningsvis at det ikke kan se at det etter vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og 8 kan utledes noe krav til å dokumentere dets vurderinger av innsideinformasjon skriftlig. Foretaket viser til at bestemmelsene i vphl. gjennomfører en snevrere bestemmelse i MiFID II som begrenser dokumentasjonskravet til å gjelde forpliktelser etter dette direktivet og at tilsvarende dokumentasjonskrav ikke følger av MAR. Finanstilsynet er ikke enig i dette, og legger til grunn at forpliktelser etter MAR, som er gjennomført i norsk rett i verdipapirhandelloven § 3-1, er omfattet av begrepet "forpliktelser etter lov og forskrifter" i vphl. § 9-16 (1) nr. 1. Finanstilsynet legger videre til grunn at vurderinger og håndtering av innsideinformasjon i forbindelse med ytelse av investeringstjenester er omfattet av begrepet "de regler Finanstilsynet har ansvar for" i vphl. § 9-16 (1) nr. 8.

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at foretaket, i forbindelse med utførelsen av kjøpsordren, har spredd innsideinformasjon uten at dette har skjedd som ledd i *den normale utøvelsen* av foretakets arbeid, jf. MAR artikkel 14 c, jf. artikkel 10 nr. 1, se vphl. § 3-1 (1). Dette er alvorlig fordi slik spredning generelt øker mulighetene for misbruk av informasjonen.

Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket ikke har hatt fyllestgjørende rutiner eller tilfredsstillende vurderinger og dokumentasjon av prosesser på plass for å sikre en forsvarlig ordrettførelse av denne type.

Finanstilsynet har i denne saken etter en samlet vurdering valgt å ikke ilegge overtredelsesgebyr. Vi har særlig lagt vekt på at ordreinformasjonen ble delt med SOFF-aksjonærene på kvelden etter at handelsplassen Oslo Børs var stengt og at det – etter Finanstilsynets forståelse – var uaktuelt å forlenge kjøpsoppdraget inn i børsens åpningstid dagen etter. Finanstilsynet er således enig med foretaket i at misbrukspotensialet dermed var betydelig lavere enn dersom innsideinformasjonen ble delt i børsens åpningstid. Finanstilsynet vil imidlertid presisere at misbrukspotensialet ikke var eliminert fullstendig, og at det foreligger muligheter for å utnytte innsideinformasjon selv om handelsplassen er stengt. Forbudet i MAR mot ulovlig spredning av innsideinformasjon gjelder uavhengig av handelsplassenes åpningstid.

Finanstilsynet forutsetter at foretaket fremover innretter seg i samsvar med lovforståelsen som er lagt til grunn i denne tilsynsrapporten.

For Finanstilsynet

Marte Voie Opland
direktør for markedstilsyn

Roy V. Halvorsen
seksjonsleder

Dokumentet er godkjent elektronisk.