



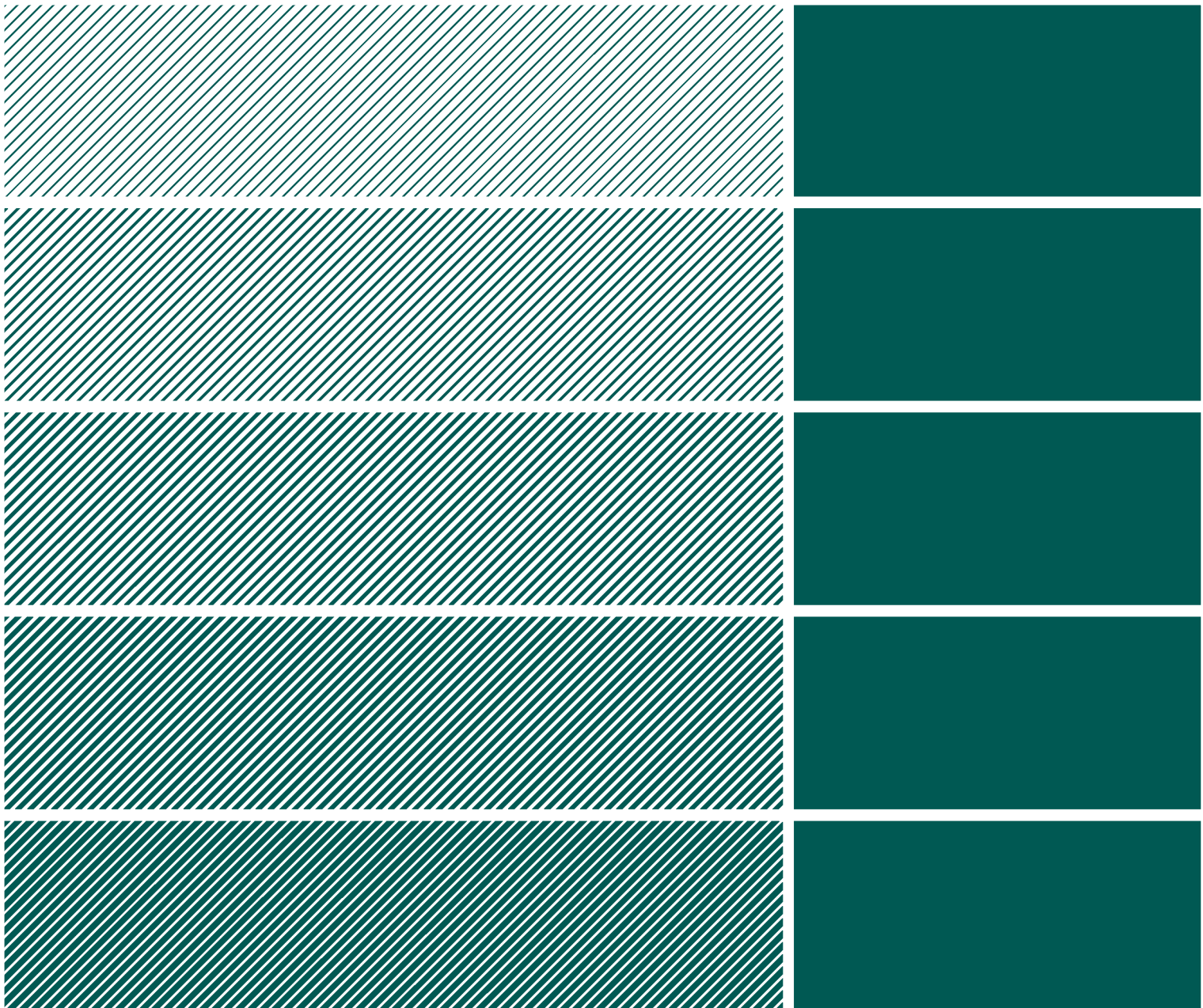
FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

Rapport, desember 2023

Rettede emisjoner og likebehandling Håndtering av innsideinformasjon

Tematilsyn verdipapirforetak og utstederselskaper 2023



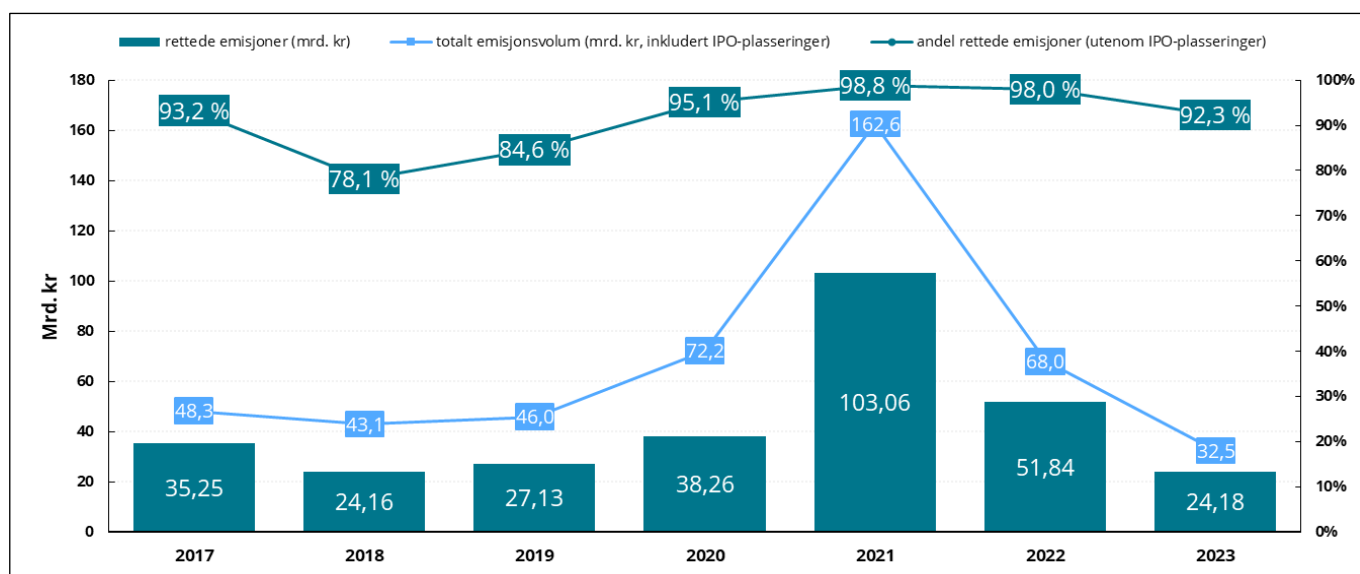
Innhold

1	BAKGRUNN	3
2	FINANSTILSYNETS UNDERSØKELSER	4
3	VERDIPAPIRFORETAKENES ROLLE SOM TILRETTELEGGER OG Plasserer	5
4	TEMATILSYNET MED VERDIPAPIRFORETAKENE	5
5	UTSTEDERSELSKAPENES HÅNDTERING AV INNSIDEINFORMASJON	9

1 BAKGRUNN

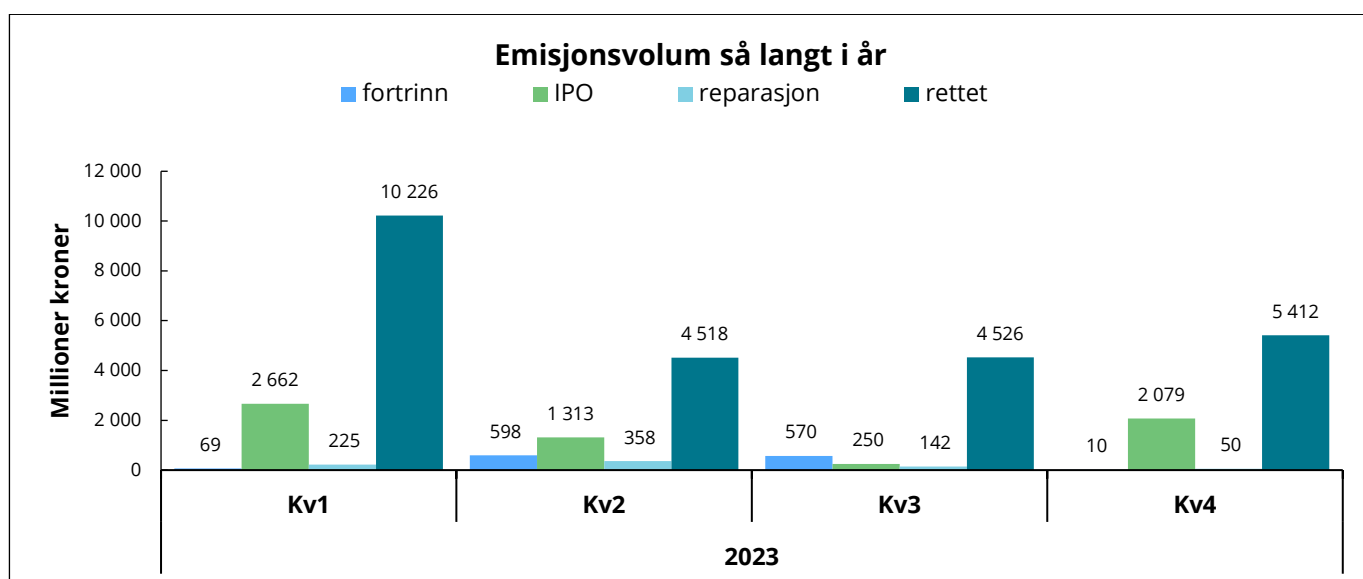
Rettede emisjoner innebærer at utstederselskapet retter tilbudet om å tegne nye aksjer til en eller flere bestemte aksjonærer eller andre personer. Rettede emisjoner innebærer dermed en fravikelse av aksjelovgivningens hovedregel om at alle aksjonærer, ved en forhøyelse av aksjekapitalen ved nyttegning av aksjer mot kontantinnskudd, har fortrinnsrett til å tegne aksjer ut ifra samme eierforhold som de fra før eier aksjer i utstederselskapet. Rettede emisjoner medfører en eiermessig utvanning av eksisterende aksjonærer.

Rettede emisjoner har over lang tid vært sterkt dominerende ved kapitalforhøyelser i det norske markedet. Som vist i figuren under, har rettet emisjonsvolum de senere årene utgjort over 90% av samlet emisjonsvolum i selskaper notert på de tre handelsplassene Oslo Børs, Euronext Expand Oslo og Euronext Growth Oslo (når emisjoner i forbindelse med børsnoteringer – IPO-plasseringer – holdes utenfor). Totalt emisjonsvolum har falt markant de to siste årene, men andelen rettede emisjoner har holdt seg høy.



Kilde: Oslo Børs og Finanstilsynet

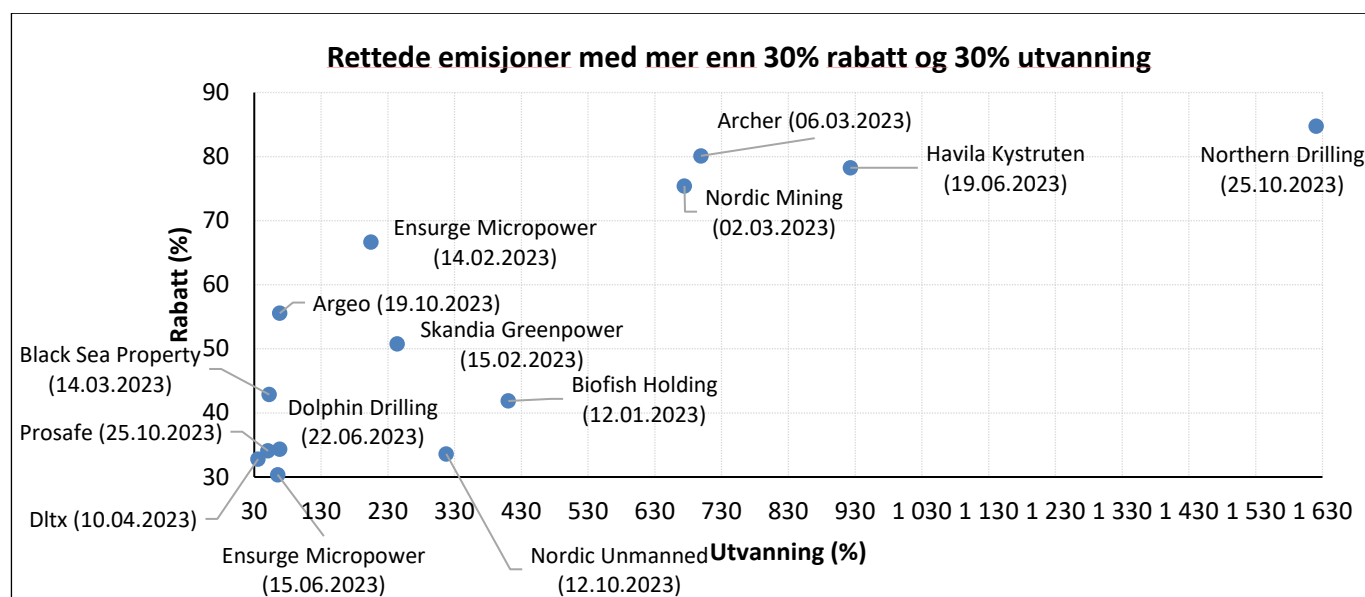
Totalt emisjonsvolum har også falt markant i løpet av 2023, fra rundt NOK 10 mrd. i første kvartal til rundt NOK 5 mrd. i fjerde kvartal (til 1. desember), samtidig som andelen rettede emisjoner har holdt seg høy.



Kilde: Oslo Børs og Finanstilsynet

Det er så langt i 2023 gjennomført 73 rettede emisjoner i selskaper notert på de tre nevnte markedsplassene. 32 av disse ligger i et "cluster" med en utvanning av eksisterende aksjonærers eierandel på mellom 0 og 30% (gjennomsnitt på 14%) og emisjonskurser tilsvarende rabatter på mellom 0 og 30% i forhold til børskurs (gjennomsnitt på 9%). For de resterende emisjonene er det store variasjoner med hensyn til utvanning og rabatter. 14 av de 73 emisjonene resulterte i en utvanning av eksisterende aksjonærers eierandel på over 100% (gjennomsnitt på 486%, høyest utvanning på 1 621%). Disse 14 emisjonene ble gjennomført til emisjonskurser tilsvarende en gjennomsnittlig rabatt på 43% i forhold til børskurs (høyest rabatt på 85%).

I figuren under vises et utvalg rettede emisjoner gjennomført i 2023 med utvanning og rabatt på over 30%.



Kilde: Oslo Børs og Finanstilsynet

2 FINANSTILSYNETS UNDERSØKELSER

Finanstilsynets undersøkelser har vært begrenset til rettede emisjoner gjennomført i 2022 i utvalgte utstederselskaper opptatt til handel på de to handelsplassene Oslo Børs (regulert marked) eller Euronext Growth Oslo (multilateral handelsfasilitet). Finanstilsynet har gjennomført tematisyn hos handelsplassene og de verdipapirforetakene som har vært involvert i de aktuelle prosessene. Markedsoperatøren for de to handelsplassene, Oslo Børs AS, har mottatt Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport, med svarfrist i januar 2024. Tematisynet hos Oslo Børs AS vil derfor ikke omtales nærmere i denne rapporten. Det tas sikte på at endelig tilsynsrapport til Oslo Børs ferdigstilles på nyåret. Finanstilsynet har også undersøkt åtte utvalgte utstederselskapers håndtering av innsideinformasjon i forbindelse med gjennomføringen av rettede emisjoner.

Tematisynet med verdipapirforetakene har blant annet omfattet foretakets rådgivning og opplysninger til utstederkunden, gjennomføring av markedssonderinger, føring av innsidelister og dokumentasjon av kommunikasjon med utstederkunden. Det er gjennomført tematisyn hos foretakene knyttet til 12 utvalgte utstederselskaper (13 transaksjoner). Utstederselskapene er plukket ut tilfeldig, men likevel slik at flest mulig av de større og toneangivende verdipapirforetakene ble inkludert i undersøkelsene.

Tematisynet med verdipapirforetakene har omfattet de ti foretakene/filialene ABG Sundal Collier, Arctic Securities, Carnegie, Clarksons Securities, DNB Markets, Fearnley Securities, Nordea Markets, Pareto Securities, SEB og SpareBank 1 Markets. Tabellen under viser utstederselskapene som undersøkelsene tok utgangspunkt i, og de aktuelle verdipapirforetakene.

Utstederselskap	Manager (tilrettelegging og/eller plassering) i emisjonen
Argeo AS	Clarksons Securities, Sparebank 1 Markets
Borr Drilling Limited	ABG Sundal Collier, Arctic Securities, Clarksons Securities, DNB Markets, Fearnley Securities, Pareto Securities, Sparebank 1 Markets
Cool Company Limited	Clarksons Securities, DNB Markets, Fearnley Securities, Nordea Markets, Pareto Securities
Flyr AS (mai)	Arctic Securities, Carnegie
Flyr AS (november)	Arctic Securities, Carnegie, Sparebank 1 Markets
Green Energy Group	Fearnley Securities
Komplett ASA	ABG Sundal Collier, Carnegie, SEB
Nordic Unmanned ASA	Pareto Securities, Sparebank 1 Markets
Norse Atlantic ASA	Sparebank 1 Markets
Otovo ASA	Arctic Securities, DNB Markets,
Pryme N.V.	Pareto Securities
The Kingfish Company	Arctic Securities, DNB Markets,
XXL ASA	DNB Markets, Nordea Markets

3 VERDIPAPIRFORETAKENES 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 at de yter investeringstjenesten plassering. 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 markeds-sonderinger 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 markeds-sonderinger 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 til utstederne og de vurderinger som er gjort må dokumenteres på en slik måte at etterlevelsen av foretakenes plikter kan være gjenstand for etterfølgende kontroll.

4 TEMATILSYNET MED VERDIPAPIRFORETAKENE

Tematilsynet med verdipapirforetakene har omfattet de ti foretakene/filialene ABG Sundal Collier, Arctic Securities, Carnegie, Clarksons Securities, DNB Markets, Fearnley Securities, Nordea Markets, Pareto Securities, SEB og SpareBank 1 Markets. Finanstilsynet har vurdert foretakenes håndtering av blant annet:

- Opplysninger og rådgivning til utstederselskapet angående alternative emisjonsformer
- Gjennomføring av markeds-sonderinger, herunder opplysninger til potensielle investorer
- Førings av innsidelister
- Dokumentasjon av kommunikasjon med utstederkunden

Utstederselskapenes plikter knyttet til likebehandling

Aksjelovgivningens utgangspunkt er som nevnt at aksjonærene i selskapet, ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot kontantinskudd, har fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet. Eksisterende aksjonærers fortrinnsrett kan fravikes gjennom kvalifisert flertall i generalforsamlingen, eventuelt på bakgrunn av styrefullmakt gitt av generalforsamlingen. Forslag om at generalforsamlingen (eller styret etter fullmakt) skal fatte beslutning om å fravike fortrinnsretten skal begrunnes. Rettede emisjoner innebærer således et unntak fra hovedregelen om likebehandling, ettersom fortrinnsrettsemisjoner prinsipielt vil ivareta kravet om likebehandling.

I verdipapirhandelloven § 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 utstедers og innehavernes felles interesse.*
- (2) *I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utstедers 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, Euronext Expand Oslo¹, og på Euronext Growth Oslo².

Verdipapirforetakenes plikter

Verdipapirforetak er underlagt en rekke krav etter verdipapirhandelloven med forskrifter. Relevante rettsgrunnlag for det gjennomførte tematilsynet er beskrevet i det følgende.

Som nevnt, regulerer likebehandlingsreglene direkte kun *utstедers* 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. Henvisningen til "markedets integritet" medfører at atferd overfor både utstederkunder og investorkunder som er egnet til å svekke 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. Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende.

Verdipapirforetakene plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å forhindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom. Virksomheten skal innrettes slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum.

Verdipapirforetak skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer som skal sikre at foretaket etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter. Verdipapirforetak skal også sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Denne

¹ Euronext Oslo Regelbok II punkt 2.1.

² Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.1.

dokumentasjonen skal oppbevares i minst fem år. Dokumentasjonen skal omfatte opptak av alle telefonsamtaler og lagring av all elektronisk kommunikasjon i tilknytning til at det ytes investeringstjenester. Dokumentasjonen skal også omfatte samtaler og kommunikasjon som er ment å føre til at det ytes investeringstjenester eller utøves investeringsvirksomhet. Dersom samtaler eller kommunikasjon ikke gjennomføres via telefon eller elektronisk, skal dette dokumenteres i et varig medium. Slike samtaler fra personlige møter skal registreres i skriftlige protokoller eller notater.

Det oppstilles i forordning (EU) nr. 596/2014 (markedsmissbruksforordningen – MAR) og tilhørende underrettsakter, detaljerte regler for gjennomføringen og dokumentasjonen av såkalte markedssonderinger. Markedssonderinger omfatter 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. I forkant av gjennomføringen av en markedssondering, skal det vurderes hvorvidt markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon. 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". Markedsdeltakere som formidler informasjon er underlagt en rekke plikter, herunder innhenting av samtykke til å motta innsideinformasjon fra mottakerne av markedssonderingen, samt opplysningsplikt overfor mottakeren om relevante regler som aktualiseres. Reglene om markedssondering er en såkalt "*safe harbour*" fra forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon. 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. 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 av MAR 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. Personer som opptrer på utsteders vegne har en selvstendig plikt til å utarbeide egne innsidelister. Listen skal på nærmere fastsatte vilkår oppdateres og på forespørsel oversendes til Finanstilsynet. Innsidelisten skal 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. Det er oppstilt detaljerte krav til innsidelister og standardformater i Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210 (trådte i kraft 1. juni 2023). På tidspunktet tilsynet ble gjennomført, fulgte detaljerte krav til innsidelister og standardformater av forgjengeren, Kommisjonsforordning (EU) 2016/347.

Finanstilsynets konklusjoner

Opplysninger og rådgivning til utstederselskapet angående alternative emisjonsformer

Finanstilsynets gjennomgang av verdipapirforetakenes dokumentasjon har etterlatt et generelt inntrykk av at valg av emisjonsform sett opp mot hensynet til likebehandling av utstederselskapets aksjonærer i liten grad har vært gjenstand for diskusjon. Utstederselskapet synes svært ofte å ha lagt opp til å strukturere kapitalinnhentingene som en rettet emisjon, og verdipapirforetakene ser i liten grad ut til å kommentere eller utfordre utstederselskapets vurderinger og begrunnelse.

Fire av de ti undersøkte verdipapirforetakene har dokumentert at det er gitt balanserte opplysninger til utstederselskapet om alternative emisjonsformer. To av disse har også dokumentert at det er gitt råd til utsteder med hensyn til valg av emisjonsform i det aktuelle tilfellet.

Finanstilsynet har i de endelige tilsynsrapportene til verdipapirforetakene presisert at deres plikter 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 fritta foretakene fra å initielt gi råd om emisjonsform. Tilretteleggerens råd og anbefalinger vil som nevnt ofte være sterkt førende for utstedeers valg i en emisjonsprosess. Det er derfor viktig at verdipapirforetakene er bevisst på dette, særlig dersom den planlagte kapitalinnhentingene innebærer betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer og/eller større rabatter.

Selv om det er generalforsamlingen/styret i utstederselskapet som fatter den endelige beslutningen om emisjonsform og -struktur, må verdipapirforetakene bidra til at utstedeers 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 verdipapirforetakenes anledning til å påvirke utstedeers egne vurderinger og rekkevidden av plikten til å gi råd om alternative emisjonsformer og -strukturer, som i større grad kan bidra til likebehandling av utstedeers 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 tidshorison, og utstedeers 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.

Kun ett av de ti undersøkte verdipapirforetakene hadde i sitt rutineverk omtalt rollen som tilrettelegger i forbindelse med gjennomføring av rettede emisjoner og likebehandling av eksisterende aksjonærer, herunder krav til balanserte opplysninger til utstedeerkunden, rådgivning overfor utstedeerkunden og dokumentasjonskrav knyttet til dette. Finanstilsynet presiserte i tilsynsrapportene til foretakene at hensiktsmessige rutiner på dette området er vesentlig for å sikre forståelse og bevissthet blant verdipapirforetakets ansatte og for å innarbeide en god kultur og praksis internt i foretaket for deres rolle som tilrettelegger og rådgiver i emisjonsprosesser. Samtlige foretak har justert, eller er i ferd med å justere, sine rutiner på dette området.

Gjennomføring av markedssonderinger

Finanstilsynet har vurdert verdipapirforetakenes dokumentasjon knyttet til markedssonderinger hvor det er vurdert å foreligge innsideinformasjon. Finanstilsynet stilte i de foreløpige tilsynsrapportene til verdipapirforetakene enkelte spørsmål om informasjonsmaterialet som var utarbeidet og opplysninger som ble gitt til potensielle investorer.

Finanstilsynet har i de endelige tilsynsrapportene tatt foretakenes redegjørelser til etterretning. Finanstilsynet har imidlertid presisert at manglende etterlevelse av reglene om markedssonderinger vil innebære en risiko for at en forespørsel til en potensiell 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 utstedeerselskapet 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 utstedeerselskapet. 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 innsideinformasjon. Dersom flere verdipapirforetak er engasjert som tilretteleggere i samme transaksjon og bistår utstederselskapet med markedssonderingene, forventer Finanstilsynet at tilretteleggerne er koordinert – og utarbeider et felles oppsett – 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 ufrivillig havne i innsideposisjon med blant annet tilhørende handelsforbud 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 verdipapirhandellovens krav om god forretningsskikk. Det må derfor også på dette grunnlaget utvises stor varsomhet med hensyn til informasjonen som deles ved slike forespørsler.

Føring av innsidelister

Et bærende hensyn bak kravet om føring av innsidelister er kontroll med informasjonsflyten for å lette avdekkingen av innsidehandel/løkkasjer. Dersom kontrollmyndighetene ikke enkelt kan danne seg en oversikt over hvem som har hatt tilgang til innsideinformasjon på et gitt tidspunkt, vil en etterfølgende kontroll kunne bli vesentlig vanskeliggjort.

Finanstilsynet har vurdert verdipapirforetakenes egne vurderinger av tidspunkt for når det forelå innsideinformasjon i den enkelte emisjonsprosessen, og har tatt dette til etterretning. Finanstilsynet har avdekket vesentlige feil i to av verdipapirforetakenes føring av innsidelister.

Dokumentasjon av kommunikasjon med utstederkunden

Et bærende hensyn bak kravet om opptak og lagring av telefonsamtaler og annen kommunikasjon er at dokumentasjonen skal være tilstrekkelig til at Finanstilsynet effektivt kan utføre sine tilsynsoppgaver, og sette Finanstilsynet i stand til å påse at verdipapirforetaket oppfyller sine forpliktelser. Tilsvarende gjelder for Foretakets egen compliancefunksjon. Verdipapirforetak må derfor være bevisst hva slags type oppdrag eller potensielt oppdrag man står overfor, og på hvilket tidspunkt kommunikasjon knyttet til oppdraget eller det potensielle oppdraget er opptaks- og lagringspliktig.

Finanstilsynets undersøkelser avdekket at rundt halvparten av verdipapirforetakene ikke hadde sørget for å gjøre opptak av Teams-samtaler/møter med utstederselskapet. Samtlige foretak opplyser at de nå har dette på plass.

5 UTSTEDERSELSKAPENES HÅNTERING AV INNSIDEINFORMASJON

Finanstilsynet har undersøkt følgende åtte utvalgte utstederselskapers håndtering av innsideinformasjon i forbindelse med gjennomføringen av rettede emisjoner: Argeo AS, Cool Company Limited, Komplet ASA, Nordic Unmanned ASA, Norse Atlantic ASA, Otovo ASA, Seabird Exploration Plc og The Kingfish Company. Finanstilsynet har særlig vurdert utstederselskapenes tidfesting av når i emisjonsprosessen det forelå innsideinformasjon, og sammenholdt dette med tidfestingen til verdipapirforetakene som var tilrettelegger i den aktuelle rettede emisjonen. Finanstilsynet har også undersøkt utstederselskapenes innsidelister. I tillegg har Finanstilsynet gjennomgått transaksjonsdata knyttet til aksjehandel før og etter de undersøkte rettede emisjonene for å avdekke eventuelle indikasjoner på innsidehandel.

Utstederselskapenes plikter knyttet til offentliggjøring og føring av innsidelister

I utgangspunktet skal en utsteder offentliggjøre innsideinformasjon som direkte vedrører selskapet umiddelbart etter at den oppstår. I en emisjonsprosess kan dette imidlertid være egnet til å skade utsteders interesser, og utsteder kan i slike tilfeller utsette offentliggjøringen på nærmere vilkår. I situasjoner der det

er et høyt antall innsidere eller en lang periode med utsatt offentliggjøring, kan det være en økt risiko for informasjonslekkasje og innsidehandling.

Utstedere er underlagt de samme plikter knyttet til føring av innsidelister som beskrevet over i siste avsnitt under overskriften "Verdipapirforetakenes plikter". Tidfestingen av når det foreligger innsideinformasjon er avgjørende for når plikten til å føre innsidelister oppstår. Så lenge vilkårene er oppfylt, kan det foreligge innsideinformasjon allerede i en tidlig fase av emisjonsprosessen. I slike tilfeller kan utstederen som nevnt beslutte utsatt offentliggjøring.

Utsteder må utarbeide innsidelister etter en fast mal, som krever at det oppgis informasjon som gjør det mulig å identifisere innsideren. Påkrevd informasjon er blant annet navn, fødselsnummer, adresse og telefonnummer. I tillegg må årsaken til at vedkommende mottok innsideinformasjon oppgis.

Det er utsteder som har plikt til å utarbeide innsidelisten. I praksis benytter flere utstedere seg av systemløsninger som forutsetter at innsideren selv fyller ut den påkrevde informasjonen. Plikten til å føre innsidelister påhviler imidlertid utsteder også der de benytter seg av et slikt automatisert system.

Finanstilsynets konklusjoner

Tidfesting av innsideinformasjon

Finanstilsynets undersøkelser avdekket at det kan være et stort sprik mellom utstederselskapets og verdipapirforetakets (tilretteleggerens) vurdering av på hvilket tidspunkt det forelå innsideinformasjon.

I ett av tilfellene var det et avvik på tre uker mellom utsteders og tilretteleggers vurdering av når det forelå innsideinformasjon. Mens tilrettelegger mente at det forelå innsideinformasjon allerede da et kapitalbehov ble identifisert og en emisjon hadde blitt utpekt som ett av flere alternativer, vurderte derimot utsteder at det forelå innsideinformasjon først da det ble vedtatt av styret å gå videre med en emisjon.

Finanstilsynet har i dette tilfellet valgt ikke å overprøve utsteders vurdering av når det forelå innsideinformasjon, idet utsteder selv kjenner selskapet best og dermed er nærmest til å foreta denne vurderingen. Finanstilsynet vil imidlertid presisere at utstederselskaper må foreta en grundig vurdering av om prosessen har kommet langt nok til at den utgjør innsideinformasjon i henhold til vilkårene i MAR. Det vil også være naturlig at utstedere har dialog med sine juridiske rådgivere og tilretteleggere om temaet.

Føring av innsidelister

Finanstilsynets undersøkelser avdekket at flere utstederselskaper hadde ført innsidelister med innholdsmessige mangler. Enkelte av listene manglet opplysninger om årsak til oppføring på innsidelisten for flere personer. Flere innsidelister manglet dessuten fødselsdato og -nummer og/eller telefonnummer for flere personer.

Finanstilsynet vil understreke viktigheten av at alle påkrevde felt utfylles. Opplysningene som er påkrevd etter regelverket er avgjørende for undersøkelser av mulig innsidehandling fordi de gjør det mulig raskt å analysere innsideres handel, avdekke forbindelser mellom innsidere og andre personer som er involvert i mistenkelig handel, og identifisere eventuell kontakt mellom disse på kritiske tidspunkter. Telefonnumre er i den forbindelse svært viktige fordi de gjør det mulig for Finanstilsynet, om nødvendig, å innhente opplysninger om datatrafikk.

Flere av innsidelistene som ble undersøkt oppfylte ikke kravene i MAR og kommisjonsforordning (EU) 2016/347, men Finanstilsynet har valgt i denne omgang å nøye seg med å varsle at dette må innskjerpes. Finanstilsynet gjør imidlertid oppmerksom på at med innføringen av MAR fikk Finanstilsynet hjemmel til å ilegge overtredelsesgebyr for brudd på listeføringsplikten. Finanstilsynet vil fremover vurdere gebyr i saker med tydelige brudd på listeføringsplikten.

Indikasjon på innsidehandel

Dersom investor eller andre mottar innsideinformasjon om en pågående prosess om en rettet emisjon, er det forbudt for vedkommende å utnytte informasjon ved for eksempel å selge aksjer i forkant av offentliggjøring.

Finanstilsynet har gjennomgått transaksjonsdata knyttet til aksjehandel før og etter emisjonene, og sammenholdt denne med innside- og markedssonderingslister fra utsteder- og verdipapirforetakene. Det ble ikke avdekket at personer som sto oppført på innsidelisten eller verdipapirforetakenes markedssonderingslister handlet i forkant av emisjonene.

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED]