



SPAREBANK 1 MARKETS AS  
Postboks 1398 Vika  
0114 OSLO

Vår referanse  
24/4247  
Deres referanse

21.10.2024

# Tilsynsrapport og vedtak om illeggelse av overtredelsesgebyr

## 1. Innledning

Det vises til Finanstilsynets brev datert henholdsvis 16. februar og 3. april 2024 og svar fra Sparebank 1 Markets AS (Foretaket) datert henholdsvis 1. mars og 17. april 2024 (Svarbrevene), knyttet til Foretakets plassering av en aksjepost i Crayon Group Holding ASA (Crayon) 25. januar 2024 (Plasseringen).

På bakgrunn av ovennevnte korrespondanse og informasjon/dokumentasjon fremlagt av Foretaket, utarbeidet Finanstilsynet en foreløpig rapport og et varsel om overtredelsesgebyr (Varselet), datert 26. juni 2024, hvor det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket har brutt forordning (EU) 596/2016 om markedsmissbruk (markedsmissbruksforordningen eller MAR) sitt forbud mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 14 c), se artikkel 10, jf. vphl. § 3-1. Finanstilsynet skrev i Varselet at det vurderer å fatte vedtak om å illegge Foretaket et overtredelsesgebyr på 17 000 000 kroner, jf. forvaltningsloven (fvl.) § 16. Foretaket ga sine kommentarer til Varselet, jf. fvl. § 16 (1), i tilsvaret datert 23. august 2024 (Tilsvaret).

Som det fremgår av denne tilsynsrapporten er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket, i forbindelse med plasseringen av aksjeposten i Crayon 25. januar 2024, formidlet innsideinformasjon til investorene uten å etterleve krav til en forsvarlig informasjonshåndtering. Foretaket har dermed overtrådt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon. Finanstilsynet treffer med dette vedtak om å illegge Foretaket et overtredelsesgebyr på 17 000 000 kroner, jf. vphl. §§ 21-1 (1), 21-9 og 21-14, se fvl. § 46, jf. § 3-1.

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

## 2. Plasseringen av aksjepost i Crayon

### 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*". Finanstilsynet legger til grunn 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. En slik forståelse ivaretar både verdipapirhandellovens formål fastsatt i vphl. § 1-1 om å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og sikre investorbeskyttelse, samt MARs formål om å forhindre markedsmissbruk og styrke vernet av investorene og deres tillit til markedene fastsatt i artikkel 1. Forståelsen samsvarer også med uttalelser i forarbeidene, hvor det presiseres at det fra forbudet mot "*unlawful disclosure*" i MAR artikkel 10 nr. 1 kan utledes krav til forsvarlig

informasjonshåndtering<sup>1</sup>. Dette 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. Dette skal dokumenteres, se nedenfor.

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 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, kursen på tilknyttede spotkontrakter på varer eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort*".

Det fremgår av MAR artikkel 7 nr. 2 at "*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 eller tilknyttede finansielle derivater, de tilknyttede spotkontraktene på varer eller auksjonsproduktene basert på utslippskvoter. 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*".

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, finansielle derivater, tilknyttede spotkontrakter på varer eller auksjonsprodukter basert på utslippskvoter merkbart, bety opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger*".

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. 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,

<sup>1</sup> Se NOU 2017:14, punkt 3.5.3 og Prop. 96 LS (2018-2019) kapittel 6.5.5.

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 Plasseringens faktiske side

Finanstilsynet legger følgende til grunn:

- Plasseringen ble behandlet i Foretakets Engagement Committee (EC) kun én gang, den 18. desember 2023. I referatet fra denne behandlingen fremgår det, som svar på spørsmålet "*Utgjør informasjonen om transaksjonen innsideinformasjon?*": "*Ikke nå, men innsideliste vil starte ifm en mulig presound, og script og vanlig prosedyre vil bli fulgt. Usikker på om innside vil oppstå, da ikke primærinnside eller flaggegrense, men vil bli nøye vurdert*" (vår understrekning).
- I samtale 24. januar 2024 kl. 13:52 mellom Foretakets Investment Banking-avdeling (IB) og [REDACTED] (Selger), sa Foretaket "*we are ready to move, and we have a proposal on strategy for you*". De ble i samtalen enige om at Foretaket skal kontakte "*[...]ten, fifteen potential investors, we will say to them that we are in dialogue with a financial investor [...] looking to sell approximately three million shares, which equals 3,35 % of the total outstanding shares in Crayon, we will also say that [...] we are approaching a limited number of investors with the aim to gather interest to approach the vendor with a bid for these shares [...] and on the basis of contacting ten, fifteen investors, we hope to get back to you with a bid for three million shares at a price which is [...] somewhere between eighty and the current market price*". Selger sa i samme samtale at "*in terms of deal size, we're flexible, as long as there is demand*".
- Foretaket har forklart at "*I perioden fra 24. januar 2024 og frem til første investorkontakt på formiddagen 25. januar 2024 diskuterte SB1Ms IB avdeling og foretakets sales-avdeling ("Sales") prosessen og hvordan man skulle henvende seg til potensielle kjøpere. IB hadde dialogen med selger, og avdelingene utarbeidet i fellesskap henvendelsen som skulle benyttes i kontakten med potensielle investorer. Den 24. januar informerte IB Foretakets compliance-avdeling ("Compliance") at de vurderte det slik at det ikke var nødvendig å avholde det rutinemessige pre-launch møtet i forkant av sales sin investordialog*".
- Intern e-postkorrespondanse mellom Investment Banking og Compliance viser at en ansatt på Investment Banking sendte følgende e-post til Compliance den 24. januar kl. 14:14 (en snau halvtime etter ovennevnte samtale mellom IB og Selger), med følgende tekst:

*"Hei [...], ref. prat. Vi bistår [Selger] med et potensielt nedsalg av eksisterende aksjer i Crayon Group Holding ("Crayon"). Vi anser IKKE transaksjonen som innside (i hvert fall ikke basert på opplysningene p.t.). Selger er IKKE primærinnsider, og vi vet f.eks. ikke noe om kjøpsinteresse og hvis kjøpsinteresse finnes, til hvilken pris.*

[...]

*Selve salget vil gjennomføres direkte via meglerbordet (forutsatt at det blir en transaksjon da).*

*NB! En transaksjon vil være udokumentert (som normalt for annenhånds plasseringer). Likebehandling osv. er ikke relevant ettersom dette er salg av eksisterende aksjer. Av samme grunn er ikke bring-down eller innhenting av fullstendighetserklæring relevant. Gitt dette så legger vi ikke opp til noe pre-launch-møte for prosjektet",*

og at den ansatte på Compliance samme dag per e-post kl. 14:35 svarte: "*Enig, takk for orientering på epost*".

- Dagen etter, 25. januar mellom ca. kl. 09:30 og ca. kl. 11:15, kontaktet Foretakets Sales-avdeling (Sales) etter det opplyste 17 navngitte investorer. I tillegg ble en investor kontaktet kl. 11:37. Foretaket har opplyst at Investment Banking i samråd med Sales utarbeidet et "script" som skulle benyttes ved henvendelse til investorene, med følgende ordlyd: "*Vi er i kontakt med en potensiell selger av ca 3m CRAYON aksjer som er interessert i bud på aksjene sine. Har du interesse av å delta?*". I den interne e-posten til meglerne i Sales, med det omforente "scriptet", står det også bl.a. at "*Posten er i overkant av 3% av utestående aksjer*" og at "*Selger er åpenbart ikke primærinnsider siden q4 tallene presenteres 14.feb, og alle innsidere er i rød periode*".

Det fremgår av telefonisk og elektronisk kommunikasjon at Foretakets meglere – i tillegg til å gi opplysninger i henhold til "scriptet" – ga konkrete opplysninger til de fleste kontaktede investorene om forventet rabatt i forhold til børskurs, med utsagn som: "*jeg vil anslå kurs 85-87 er utgangspunktet*", "*jeg tror ganske dyp rabatt, jeg tenker 5 til 10 er absolutt innafor, kanskje nærmere ti, tenk vanlig discount på plassering*", "*en blokk på sånn i utgangspunktet 85 kroner*", "*det ser ut som vi byr 85*", "*we have full demand at 85*".

- Basert på investordialogen, presenterte Foretaket i en samtale med Selger 25. januar kl. 11:16 et bud på 3 millioner aksjer til en kurs på 85 kroner (ca. 8% rabatt i forhold til børskurs). Ti av de kontaktede investorene deltok i budet. Foretaket kommuniserte til Selger at det er stor nok etterspørsel til at de kan selge 4 millioner aksjer til en kurs på 85 kroner.
- I en påfølgende samtale samme dag kl. 11:27 sa Selger at de kan selge 4 millioner aksjer til en kurs på 85 kroner, og at de skal sørge for at Selgers to representanter med handelsfullmakt i fellesskap bekrefter ordren (den ene av de to deltok i denne samtalen).
- Kl. 11:28 samme dag ba en av investorene om en statusoppdatering. Foretaket bekreftet at Selger har fått et bud til en kurs på 85 kroner per aksje og at de trenger bekreftelse fra ytterligere en representant med fullmakt.
- Kl. 11:37 og 11:42 samme dag kontaktet Foretaket investor nummer 18 og opplyste at de jobber med en blokk i Crayon, og at "*vi byr 85 [...] potensiell selger av 3 mill. aksjer [...] demand såpass bra at vi hørte om han har mer aksjer han kan selge [...] forventet deal size nå er 4 mill. aksjer på 85*".
- Selgers to representanter med nødvendig fullmakt bekrefter i samtale med Foretaket samme dag kl. 12:15 at de vil selge 4 millioner aksjer i Crayon til en kurs på 85 kroner. Det ble i samtalen enighet om at Foretaket skal gå tilbake til de ti investorene som deltar i budet og få bekreftelse på at volumet kan økes fra 3 til 4 millioner aksjer.

- I påfølgende kommunikasjon med de ti investorene, mellom ca. kl. 12:20 og ca. kl. 12:40 samme dag, fikk investorene opplyst av Foretakets meglere at Selger har bekreftet salg av 4 millioner aksjer i Crayon (ca. 4,5% av antall utestående aksjer) til en kurs på 85 kroner (ca. 8% rabatt i forhold til børskurs). Samtlige investorer bekreftet at transaksjonen kan økes fra 3 til 4 millioner aksjer.
- Foretaket bekreftet i samtale med Selger samme dag kl. 12:51 at salg av 4 millioner aksjer i Crayon til en kurs på 85 kroner er gjennomført.

Spørsmålet om hvorvidt det dreide seg om innsideinformasjon kun var et tema i samtaler med tre av 18 investorer. I to av disse samtaler uttalte Foretakets meglere uoppfordret og uten nærmere begrunnelse at dette ikke utgjorde innsideinformasjon. I en tredje samtale uttalte megler uoppfordret at dette ikke utgjorde innsideinformasjon "[...] fordi det er under fem prosent [...]" av utestående aksjer i Crayon.

- Transaksjonen ble offentliggjort i Oslo Børs handelssystem samme dag kl. 12:53. Flaggemelding fra Selger ble offentliggjort samme dag kl. 13:17.

### 3. Foretakets kommentarer

Foretaket opplyser i Svarbrevene at det ikke vurderte Plasseringen som innsideinformasjon. Foretaket trakk blant annet frem at det ikke var gitt et klart salgsmandat fra Selger, og at eventuelt volum og salgpris som Selger var villig til å akseptere ikke var avklart. Foretaket viste også til at Selgers nedsalg ville ha langt mindre betydning enn om andre nøkkelaksjonærer hadde solgt. Det fremgikk i tillegg av den interne e-posten fra Investment Banking til Compliance, som gjengitt over, at Selger ikke var primærinnsider og at både kjøpsinteresse og kurs var ukjent.

Foretaket redegjør i Tilsvaret nærmere for blokkhandler og innsidevurderinger mer generelt, samt for innsidevurderingene som ble gjort i forbindelse med Plasseringen. I tillegg redegjør Foretaket mer generelt om organisatoriske krav, rutineverk, kompetansekrav og opplæringsprogram.

Foretaket forklarer at innsidevurderingene på Investment Banking skal gjennomføres første gang senest før prosjektet presenteres for EC, og at prosjektleder er ansvarlig for vurderingen. Det opplyses også at det alltid praktiseres et "fire øyne"-prinsipp for innsidevurderinger på Investment Banking (selv om det på tidspunktet for Plasseringen ikke var formalisert), ved at [REDACTED] ansatt i Investment Banking eller en annen i prosjektteamet i praksis alltid deltar i vurderingen. Foretaket presiserer at dette ikke fritar prosjektleder for ansvar.

I tillegg til en bredere redegjørelse for relevante rutiner, viser Foretaket også til at momenter av relevans for innsidevurderingen blant annet er reflektert i Loggskjemaet, hvor det er tatt inn en sjekklister over hvilke elementer som skal vurderes og dokumenteres i forkant av transaksjonen, og definisjonen av innsideinformasjon etter MAR. Beskrivelse av hva som anses som innsideinformasjon følger også av Foretakets Generelle Rutiner punkt 11.2.2. Det understreker også at innsidevurderinger, etter den initielle vurderingen, løpende skal følges opp og dokumenteres. Investment Banking har ifølge Foretaket både "*kompetanse, rutiner og praktisk verktøy for å gjennomføre slike løpende vurderinger*".

Foretaket presiserer også at det er Investment Banking som informerer Sales om hvorvidt prosjektet omfatter innsideinformasjon. Det understreker at "*Sales har ingen kontrollfunksjon overfor Investment Banking når det gjelder disse vurderingene, og heller ingen informasjon om hvorfor Investment Banking enten har konkludert med innside eller ikke innside*". Foretaket forventer likevel at samtlige ansatte som kommer i kontakt med en transaksjon utviser "*årvåkenhet og sunn skepsis*", og betegner terskelen for å bringe inn compliance som lav.

Foretaket opplyser som nevnt at det ikke vurderte Plasseringen som innsideinformasjon. Foretaket skriver at Investment Banking-avdelingens dokumentasjon av innsidevurderingen er svak, og at det ikke finnes dokumentasjon knyttet til en løpende vurdering slik både rutinen og EC klart forutsetter. Foretaket beskriver innsidevurderingen, basert på de "*spor av innsidevurdering som faktisk foreligger i saken*", som "*overflatisk og ufullstendig, og med et resultat som stemmer dårlig med hvordan markedet faktisk reagerte på informasjonen*". Sett i etterkant erkjenner Foretaket at det er flere forhold enn de som er nevnt i dokumentasjonen – blant annet rabattens størrelse og endelig transaksjonsvolum – som kan ha hatt betydning for markedets vurdering av transaksjonen.

Foretaket anfører likevel at det ikke kan konkluderes "*klart*" med at det forelå innsideinformasjon på det tidspunktet Sales gikk ut i markedet med Plasseringen 25. januar 2024. Det fremholder samtidig at der innsidevurderingen er krevende, er det særlig viktig at den blir godt dokumentert. Foretaket er enig med Finanstilsynet i at det som foreligger av dokumentasjon ikke gir tilstrekkelig grunnlag for å konkludere med at prosjektet *ikke* var kurssensitivt, og at enkelte øvrige argumenter tilsa en annen konklusjon.

Foretaket trekker imidlertid frem enkelte andre relevante forhold som etter deres oppfatning bør tas i betraktning ved vurderingen av om Plasseringen utgjorde innsideinformasjon:

- At det gjaldt en aksjepost av mindre størrelse sett i forhold til totalt utestående aksjer i Crayon
- At Selger ikke lenger var en strategisk investor
- At Investment Banking-avdelingen anså det som allment kjent at Selger var en potensiell selger i markedet
- At størrelsen på en eventuell rabatt og mulig salgsvolum var usikkert
- At det var kort tid til resultatavleggelse.

Etter Foretakets oppfatning taler disse forholdene mot at det dreide seg om presis informasjon som var egnet til å påvirke kursen merkbart.

Foretaket presiserer at det like fullt mener at det skulle vært foretatt en dokumentert, fullstendig innsidevurdering før markedssonderingen ble gjennomført, som også tok hensyn til muligheten for at innsideinformasjon kunne oppstå som følge av investorkontakten. Foretaket skriver at når det ikke er dokumentert at det ble foretatt en ny, full vurdering, er det "*uklart om Investment Banking i sin vurdering tok hensyn til at prosjektet kunne utvikle seg til å representere innsideinformasjon etter at de første investorene ble kontaktet, og hvordan risikoen for en slik utvikling i tilfelle ville påvirke markedssonderingen*". Foretaket anser dette som en svikt, og understreker at Investment Banking-avdelingen klart har brutt eksisterende rutiner.

Foretaket opplyser også at ansvarlig prosjektleder, som kjente transaksjonen og Selger best, var fraværende deler av dagen 24. januar 2024. Kommunikasjon med Selger ble derfor, i forhold til innsidespørsmålet, vurdert av to øvrige medarbeidere den 24. januar. Foretaket understreker at ingen av disse etter rutinen for Investment Banking har ansvar for vurderingene. Dette er et brudd på Foretakets "*fire øyne*"-prinsipp, som skal inkludere prosjektleder. Foretaket skriver at bruddet er spesielt uheldig fordi den som kjente prosjektet best ikke var tilgjengelig for diskusjon.

Når det gjelder Sales sin rolle i innsidevurderingene, viser Foretaket til at Sales ikke har noen rutinefastsatte roller eller plikt til å overprøve Investment Bankings innsidevurderinger. Sales har normalt heller ikke den informasjonen som er nødvendig for å kunne gjøre en slik overprøving. Etter Foretakets syn representerer dette en forsvarlig organisering. Det presiserer imidlertid at også Sales har en plikt til å utvise "*alminnelig årvåkenhet og sunn skepsis*". Foretaket forklarer at det ikke har noen dokumentasjon på hvilken informasjon som tilfløt Sales om kommunikasjonen med Selger, og at det derfor er krevende å trekke en klar konklusjon om Sales opptrådte i tråd med forventningene om aktsomhet. Foretaket erkjenner samtidig at enkelte av elementene i det potensielle salget, som størrelsen på blokken og mulig rabatt, samt kommunikasjonen med enkelte investorer om innsidespørsmålet, tilsa at Sales kunne utfordret IBs vurdering. Foretaket fremholder imidlertid at terskelen for uaktsomhet må hensynta at i) IB hadde det klare ansvaret for vurderingen, ii) IB hadde intern kompetanse for å foreta slike vurderinger, iii) IB gjør slike vurderinger langt hyppigere enn Sales, og iv) at Sales ikke selv hadde kontakt med Selger.

På bakgrunn av dette anfører Foretaket at en *"mulig uaktsomhet fra Sales ikke er av en slik karakter at det bør kunne føre til offentligrettslige sanksjoner"*.

Foretaket opplyser at meglerne i Sales i denne saken i flere tilfeller har gått utenfor script, og gitt annen og mer informasjon enn hva scriptet tilsier. Foretaket vedkjenner at dette utgjør brudd på Foretakets rutiner, og potensielt kan representere usaklig forskjellsbehandling av investorene. Foretaket skriver at det ser alvorlig på dette og vil følge opp saken internt.

Vedrørende Compliance sin rolle i innsidevurderingen, anfører Foretaket at det ikke kan representere en sanksjonerbar unnlattelse at Compliance ikke sjekket Investment Banking sin innsidevurdering i Loggskjemaet. Foretaket skriver at Compliance skal arbeide uavhengig av de operative avdelingene i Foretaket og foreta planmessige og løpende vurderinger av hvor innsats og ressurser bør legges inn. Foretaket erkjenner samtidig at det *"ville vært en stor fordel om compliance hadde valgt å sjekke Loggskjemaet [...]"*, og at *"[...] Foretaket er klar over at en umiddelbar compliancekontroll av Loggskjemaet ville avdekket at dokumentasjonen av innsidevurderingen var mangelfull"*.

Når det gjelder den interne e-posten fra Investment Banking til Compliance, fremholder Foretaket at Compliance ikke hadde noen grunn til å anta at henvendelsen omfattet et ønske om aksept eller kvalitetssikring av innsidevurderingen. Foretaket skriver at e-posten gjelder gjennomføring av pre-launch møte, og inneholder blant annet noe som fremstår som et *"utdrag av en bredere innsidevurdering"*. Foretaket påpeker at henvendelsen kommer fra [REDACTED] og at de kommentarene som gis, tilsier at e-posten inneholder et utdrag av den samlede vurderingen. Compliance bør derfor kunne *"legge til grunn at selve innsidevurderingen er logget i tråd med rutinene, i Loggskjemaet, og at den vurdering som er logget der, er fullstendig og fyllestgjørende"*. Foretaket skriver også at *"Compliance oppfattet følgelig ikke e-posten som en eskalering av innsidevurderingen som Investment Banking hadde foretatt"*. Foretaket understreker gjentatte ganger at ansvaret for å gjøre korrekte og gode vurderinger ligger hos førstelinjen, og for Investment Banking så hviler ansvaret som nevnt på prosjektleder.

Foretaket erkjenner at håndteringen av Plasseringen klart bryter med de rutiner som er fastsatt for Investment Banking-oppgaver. Foretaket forklarer i denne forbindelse at Investment Bankings håndtering av oppdrag eller mulige oppdrag er beskrevet i tre ulike rutineverk ("Generelle Rutiner", "Rutine Investment Banking", og "Loggskjema"). Foretaket understreker at "Rutine Megling" også må følges av Investment Banking-avdelingen dersom de opptrer som megler, slik tilfellet var i forbindelse med Plasseringen. Foretaket trekker som nevnt også frem at "Loggskjemaet" inneholder en detaljert sjekklister for alle Investment Banking-oppgaver, referat fra EC-behandling, dokumentasjon av innsidevurdering med veiledning om hva som skal vurderes, prosedyre for, og dokumentasjon av wallcrossing, samt plass for loggføring av øvrige relevante forhold. Det er presisert at innsidevurderinger skal gjøres løpende, og loggføres i Logwise og i Loggskjemaet, og at vurderingene skal dokumenteres uavhengig av om det konkluderes med at det foreligger innsideinformasjon. Foretaket skriver også at rutinene inneholder tydelige beskrivelser av hvordan innsideinformasjon skal håndteres i ulike konkrete situasjoner.

I forlengelsen av dette understreker Foretaket at det primære rutinebruddet etter deres oppfatning knytter seg til at det ikke er mulig å dokumentere at det ble foretatt en løpende innsidevurdering, slik Foretakets interne rutiner tilsier. Foretaket kan imidlertid ikke se at det er grunnlag for *"en så vidt hard kritikk"* som Finanstilsynet gir uttrykk for i Varselet, spesielt når det gjelder rollen til Sales og Compliance.

Foretaket bekrefter at det potensielle nedsalget i Crayon ble behandlet av Engagement Committee 18. desember 2023, men som følge av negativ kursutvikling ble et nedslag ikke gjennomført i desember 2023. Foretaket skriver at kontakten ble gjenopprettet i januar 2024, og forklarer at prosjektet ble behandlet som "egengenerert" fra Foretaket, uten salgsmandat. Gitt Selgers posisjon, som etter to tidligere nedslag i 2021 og 2022 hadde gått fra en strategisk eierposisjon til en finansiell plassering, antok Foretaket at Selger prinsipielt kunne være interessert i et salg, gitt at volum og pris ble ansett som attraktivt.

Foretaket skriver i Tilsvaret at det har gjort grundige undersøkelser og analyser i forbindelse med denne saken, men også av Foretakets generelle forretningsdrift ved håndtering av denne type saker. Undersøkelsene viser ifølge Foretaket at deres organisering, krav til kompetanse, opplæring og

rutineverk er innrettet for å påse at denne type hendelser ikke oppstår. Undersøkelsene tilsier også at relevante ansatte er kjent med sine plikter og at hendelsen "*skyldtes et uheldig sammenfall av nøkkelpersonrisiko og manglende årvåkenhet*". Foretaket presiserer at det har vært en "*(...) klar kvalitetsbrist i avdeling Investment Banking. Kvalitetsbristen knytter seg til dokumentasjon av innsidevurdering*".

Foretaket har likevel identifisert at det er "*rom for forbedringer*", og har avdekket en rekke forbedringspunkter som det redegjøres nærmere for i Tilsvaret. Foretaket har blant annet identifisert behov for endring av sammensetning og mandat for Pre-launch møter slik at det også fremgår at innsidevurderingene skal gjennomgås og at representanter fra EC skal delta i Pre-launchmøter slik at man sikrer kontinuitet i vurderingene. Foretaket vil i tillegg sørge for reduksjon av nøkkelpersonrisiko ved at det skal utnevnes en stedfortreder ved uventet fravær. Det vil i tillegg sørge for etablering av milepæler for innsidevurderinger. Foretaket skriver også at det blant annet har identifisert et behov for forsterket dilemmatrening for å sikre årvåkenhet knyttet til innsidevurderinger, og at eskalering av innsidevurderinger ved tvil skal adresseres tydelig i rutine. Det vil også etableres et nytt, fast møtepunkt i forkant av at Investment Banking bringer Sales "over veggen", hvor blant annet innsidevurderingen blir gjennomgått. Foretaket vil også påse at complianceoppfølgingen knyttet til innsidevurderinger intensiveres. Foretaket vil også påse at kommunikasjon mellom Sales og Investment banking knyttet til konkrete plasseringer dokumenteres ved lydlogg eller på annen egnet måte.

Det opplyses også om at Foretaket, som følge av denne saken, har endret rutine for å kunne unnlate Pre-launchmøter. Slik tillatelse kan nå kun gis av EC, ikke av Compliance slik tilfellet var på tidspunktet for Plasseringen. Foretaket skriver at det på denne måten vil sikre at i) EC kan følge opp de føringer som ble lagt i ECs innledende møte, og ii) at det ikke er noen uklarheter knyttet til at beslutning om dette møtet skal avholdes eller ikke, treffes av førstelinjen.

Foretaket presiserer avslutningsvis i denne sammenheng at det også vil gjennomføre en vurdering av om det er behov for ytterligere organisatoriske endringer, samt at det vil avholde en work-shop med Investment Banking, Sales, Compliance og administrasjonen for å avklare om det er behov for å iverksette ytterligere tiltak. Siktemålet er å unngå en tilsvarende situasjon i fremtiden og å sikre kvalitet i alle ledd.

## 4. Finanstilsynets vurderinger og konklusjon

### 4.1 Vurdering av innsideinformasjon

Foretaket har i Tilsvaret opplyst at det ikke vurderte Plasseringen som innsideinformasjon, og anfører som nevnt at det ikke kan konkluderes "*klart*" med at det forelå innsideinformasjon da Sales gikk i markedet med Plasseringen 25. januar 2024. Til støtte for sin anførsel om at det ikke er "*klart*" at det forelå "*presis informasjon som var egnet til å påvirke kursen merkbart*", viser Foretaket som nevnt til at det gjaldt en post av en mindre størrelse sett i forhold til totalt antall utestående aksjer i utstederselskapet, at selger ikke lenger var en strategisk investor og at Investment Banking mente det var allmenn kjent at Selger var en potensiell selger i markedet. I tillegg fremholder Foretaket at størrelsen på en eventuell rabatt og salgsvolum var usikker, samt at det var kort tid til resultatavleggelse (februar 2024).

Definisjonen av innsideinformasjon i MAR artikkel 7 bygger 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).



## Presisjonsvilkåret

Som nevnt over, følger den nærmere utdypningen av presisjonsvilkåret av MAR artikkel 7 nr. 2. For at opplysningene skal være "presise" må to kriterier være oppfylt. Opplysningene må for det første "indikere 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 tidspunktet.<sup>2</sup>

For det andre må opplysningene være "(...) tilstrekkelig spesifikke til at det kan trekkes en slutning om den mulige påvirkningen til 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, selv om det ikke oppstilles noe krav om eksakte opplysninger. 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. Det er ikke nødvendig at man kan forutse hvilken retning den mulige kurspåvirkningen vil ha for at informasjonen skal anses som "presis".<sup>3</sup> Siktemålet er bl.a. å avgrense mot rykter, spekulasjoner og andre markedsforventninger.<sup>4</sup> 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 (...)", jf. MAR artikkel 7 nr. 1 d).

Finanstilsynet viser til at investorene fikk opplysninger om at Foretaket hadde kontakt med en potensiell selger av minimum 3 millioner aksjer i Crayon. Foretaket hadde på dette tidspunktet – i tråd med Foretakets "Rutine Megling" punkt 10.13 (som etter eget utsagn også må følges av Investment Banking når de som i dette tilfellet opptrer som megler) - et "konkret oppdrag" fra Selger om å skaffe kjøpsinteresse for minimum 3 millioner aksjer til en pris mellom 80 kroner og 93 kroner (børskurs). Finanstilsynet påpeker i denne sammenheng at situasjonen som beskrives i Foretakets "Rutine Megling" punkt 10.13 er langt mindre konkret enn hva som var tilfelle på det tidspunktet Sales kontaktet potensielle investorer om Plasseringen 25. januar 2024.

I sin dialog med investorene, som er gjennomgått av Finanstilsynet, fremgår det dessuten tydelig at Foretakets meglere har en klar oppfatning om at det må forventes en "god rabatt" i forhold til børskurs, og at de forventer å kunne by på hele aksjeposten til en kurs på 85 kroner per aksje. Dette ble uttrykkelig kommunisert til flere potensielle investorer, se sitater inntatt over i punkt 2.2. Aksjeposten på 3 millioner aksjer som opprinnelig ble kommunisert til investorene på formiddagen 25. januar med en indikativ rabatt på ca. 8% utgjorde, som beskrevet i Varselet, ca. 3,3% av utestående aksjer i Crayon. Aksjeposten var ca. åtte ganger større enn gjennomsnittlig daglig omsatt volum i Crayon-aksjen i løpet av 2023.

Basert på dette, er det Finanstilsynets klare vurdering at opplysningene som ble formidlet til investorene om at man hadde kontakt med en selger, størrelsen på aksjeposten og forventet rabatt både representerer en opplysning om en omstendighet som var inntruffet og det indikerte at det var rimelig å forvente at det kom til å bli plassert en større aksjepost i Crayon til en rabattert kurs. Opplysningene var tilstrekkelig spesifikke til å trekke en slutning om den mulige påvirkningen på

<sup>2</sup> Se MAR artikkel 7 nr. 3 og fortalen til MAR punkt 16 og 17.

<sup>3</sup> 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".

<sup>4</sup> 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.

aksjekursen i Crayon. Eksistenskriteriet og spesifikasjonskriteriet, og dermed presisjonsvilkåret, er følgelig oppfylt, jf. MAR artikkel 7 nr. 1 a), se d), jf. nr. 2, se nr. 3.

#### Kurspåvirkningsvilkåret

For kurspåvirkningsvilkåret er det sentrale hva en "(...) *fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger*", jf. MAR artikkel 7 nr. 4. Ordlyden oppstiller ikke et krav om at kursen på de relevante finansielle instrumentene faktisk påvirkes når informasjonen blir kjent i markedet. Vurderingen knytter seg til opplysningenes mulige kurspåvirkning på tidspunktet *før* opplysningen 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 kurssensitive.<sup>5</sup>

Etter Finanstilsynets vurdering ville en fornuftig investor sannsynligvis benyttet Foretakets opplysninger om størrelse på aksjeposten og forventet rabatt som en del av grunnlaget for sine investeringsbeslutninger fordi informasjonen kan antyde en forhøyet risiko for kursnedgang i Crayon-aksjen. Som nevnt falt kursen på Crayon-aksjen umiddelbart 5,3% (fra 93,15 til 88,35 kroner) når transaksjonen ble offentliggjort i Oslo Børs sitt handelssystem 25. januar 2024 kl. 12:53. Kurspåvirkningsvilkåret er dermed også oppfylt.

Finanstilsynet bemerker i denne sammenheng Foretakets "Rutine Megling", hvor det i punkt 10.10 fremgår uttrykkelig at "*Dersom man ikke kan kjøpe eller selge uten å bevege markedskursen så skal man håndtere ordren som innsideinformasjon*" (vår understrekning). Det er på det rene at Foretaket ikke på noe tidspunkt behandlet Plasseringen som innsideinformasjon eller loggførte vurderingene i tråd med Foretakets rutiner. Finanstilsynet anser det imidlertid som utvilsomt at Foretakets meglere var klar over at oppdraget som skulle presenteres ville bevege kursen på det tidspunktet de begynte å kontakte potensielle investorer på formiddagen 25. januar 2024. Flere av de kontaktede investorene ble også opplyst om dette. Finanstilsynet anser også dette som et alvorlig rutinebrudd. Finanstilsynet er dermed ikke enig i Foretakets anførsel om at "(...) *det primære rutinebruddet knytter seg til at det ikke er mulig å dokumentere at det ble foretatt en løpende innsidevurdering slik Foretakets interne rutiner tilser.*" (vår understrekning).

#### Offentlighetsvilkåret

Når det gjelder offentlighetsvilkåret, er det 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 forhold til markedet ellers.<sup>6</sup> Foretaket har som nevnt anført at Investment Banking "*mente det var allmenn kjent at de [Selger] var potensielle selgere i markedet*". Opplysningene som ble formidlet av Foretaket til investorene var ikke av en slik generell karakter, men snarere konkrete opplysninger om at Foretaket var i dialog med en selger av en større aksjepost på minst 3 millioner aksjer i Crayon til en anslått rabatt på mellom 5-10% av børskurs. Etter Finanstilsynets vurdering innebar denne informasjonen et utnyttelsespotensial for mottakerne av informasjonen. Vilkåret om at informasjonen "*ikke er blitt offentliggjort*" i MAR artikkel 7 nr. 1 er dermed også oppfylt.

Finanstilsynets konklusjon er at den foreliggende informasjonen om Plasseringen oppfylte samtlige fire vilkår i MAR artikkel 7 nr. 1 a) og d), jf. nr. 2 og nr. 4, på det tidspunktet Sales kontaktet potensielle investorer på formiddagen den 25. januar 2024, og at opplysningene som ble formidlet om denne utgjorde innsideinformasjon på dette tidspunktet.

## **4.2 Foretakets håndtering av Plasseringen**

Foretaket har som nevnt opplyst at den potensielle Plasseringen ble behandlet i Foretakets Engagement Committee kun én gang, den 18. desember 2023. Det fremgår, som nevnt, i referatet fra denne behandlingen, som svar på spørsmålet "*Utgjør informasjonen om transaksjonen*

<sup>5</sup> Se fortalen til MAR punkt 14 og 15.

<sup>6</sup> 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 gjennomføring av MAR i norsk rett.

*innsideinformasjon?": "Ikke nå, men innsideliste vil starte ifm en mulig presound, og script og vanlig prosedyre vil bli fulgt. Usikker på om innside vil oppstå, da ikke primærinnside eller flaggegrense, men vil bli grundig vurdert" (vår understrekning). I denne vurderingen ble det kun fokusert på om Selger var primærinnsider og om nedsalget ville medføre kryssing av en flaggegrense. Dette er som nevnt ikke tilstrekkelige kriterier for å avgjøre hvorvidt en transaksjon utgjør innsideinformasjon. Dette er heller ikke i tråd med Foretakets "Rutine Megling" punkt 11.1.1 eller Foretakets hjelpedokument "SB1M Skjema Innsidevurdering", som angir relevante momenter som skal vurderes og dokumenteres i forkant av transaksjonen. Finanstilsynet har også merket seg at Engagement Committee, i henhold til punkt 2.5, strekpunkt VIII. i Foretakets "Generelle rutiner", blant annet er forpliktet til å "Kvalitetssikre prosjektleders innsidevurdering".*

Finanstilsynet har også, som nevnt i Varselet, merket seg forutsetningen til Engagement Committee om en fornyet og "*grundig*" vurdering av innsidespørsmålet. Denne forutsetningen ble ikke overholdt og fulgt opp. Det bemerkes at Foretaket tilsynelatende ikke hadde rutiner eller prosedyrer som sikrer at denne typen vesentlige forutsetninger følges opp av Engagement Committee, og for å sikre kontinuitet i vurderingene. Finanstilsynet finner dette kritikkverdige, og understreker at det kan uthule verdien av de innledende møtene i Engagement Committee når Foretaket ikke har nødvendig rammeverk og prosedyrer på plass for å følge opp de vilkår som stilles.

Finanstilsynet påpeker imidlertid at [REDACTED] Compliance, i henhold til opplysninger fra Foretaket og punkt 2.1 i Foretakets "Generelle Rutiner", har møterett og deltar som observatør i Engagement Committee. Fremlagt referat fra det aktuelle møtet om den potensielle Plasseringen i desember 2023 viser at Compliance deltok, og dermed var kjent med forutsetningen om en ny og "*grundig*" innsidevurdering. I tillegg kommer at Compliance, som redegjort for over og i Varselet, mottok en mail fra Investment Banking 24. januar 2024 – den eneste formen for dokumentasjon av innsidevurderingen i denne saken – som inneholder en oppsummering/deler av innsidevurderingen, samt en forespørsel om samtykke til å unnlate gjennomføring av pre-launch møte. Compliance besvarte som nevnt e-posten med "*Enig (...)*" uten å foreta noen nærmere undersøkelser.

Finanstilsynet oppfatter svaret fra Compliance på e-posten slik at Compliance ikke hadde innvendinger mot noen av de to forholdene som omtales i e-posten: i) at transaksjonen ikke utgjorde innsideinformasjon, og ii) at man unnlater å gjennomføre pre-launchmøtet. Foretaket skriver i Tilsvaret at pre-launchmøte "*ikke [har] vært en arena for vurdering av om noe utgjør innsideinformasjon, med mindre det skulle foreligge vilkår fra EC om en fornyet vurdering på dette tidspunkte*" (vår understrekning). Et slikt vilkår var stilt av EC i denne saken.

Forespørselen til Compliance om å unnlate å gjennomføre pre-launchmøtet er etter det opplyste et rutinefastsatt eskaleringspunkt. Når Compliance på denne måten er brakt inn i saken, med positiv kunnskap om vilkåret stilt av Engagement Committee og gjennom e-posten fra Investment Banking, burde Compliance foretatt nærmere undersøkelser av påkrevd dokumentasjon før et slikt samtykke ble gitt, eksempelvis ved å sjekke Loggskjemaet. Det er Finanstilsynets klare oppfatning at Compliance ikke har utvist den "*årvåkenhet og sunn skepsis*" som Foretaket beskriver at det forventer av sine ansatte. På denne bakgrunn er Finanstilsynet heller ikke enig i Foretakets uttalelse i Tilsvaret om at Compliance "*(...) bør kunne legge til grunn at selve innsidevurderingen er logget i tråd med rutinene, i Loggskjemaet, og at den vurdering som er logget der, er fullstendig og fyllestgjørende*". Tvert imot mener Finanstilsynet, på bakgrunn av de konkrete omstendighetene i denne saken, at Compliance hadde en klar oppfordring til å reagere, hvilket ikke ble gjort.

Foretaket gjentar flere ganger i Tilsvaret at ansvaret for å gjøre "*korrekte og gode vurderinger ligger hos førstelinjen*" og at "*Compliance skal arbeide uavhengig av de operative avdelingene i Foretaket (...)*". Til dette påpeker Finanstilsynet at det nettopp er når førstelinjen svikter at viktigheten av gode prosedyrer for kvalitetssikring og høy bevissthet rundt eskalering i kombinasjon med en årvåken compliancefunksjon blir særlig sentral. Klare rutiner og en tydelig ansvarsfordeling i andre funksjoner kan ikke erstatte Compliance sin kontrollfunksjon eller bidra til en minimering av Compliance sitt ansvar.

Videre, når det gjelder Sales rolle i relasjon til Plasseringen, så er Finanstilsynet av den oppfatning at Sales hadde gode forutsetninger for å utfordre Investment Bankings innsidevurdering. Foretakets Sales-avdeling hadde, allerede på det tidspunkt de begynte å kontakte potensielle investorer 25. januar 2024, kunnskap om størrelsen på aksjeposten og en klar forventning om en rabatterert kurs.

Denne ble som nevnt også kommunisert til flere investorer. Dette alene burde etter Finanstilsynets oppfatning gitt grunnlag for at Sales reiste spørsmål ved Investment Bankings vurdering av om det forelå innsideinformasjon. Inntrykket av en manglende forståelse for informasjonens karakter blir ytterligere forsterket av kommunikasjonen med potensielle investorer om innsidespørsmålet. I to samtaler uttalte Foretakets meglere uoppfordret at Plasseringen ikke utgjør innsideinformasjon, uten noen nærmere begrunnelse. I en tredje samtale uttalte Foretakets megler som gjengitt i Varselet at dette ikke utgjør innsideinformasjon "(...) fordi det er under fem prosent" av utestående aksjer i Crayon. Tilsvarende gjelder opplysningene om den endelige ordren fra Selger på 4 millioner aksjer til en rabbertert kurs på 85 kroner (rabatt på ca. 8%) – opplysninger som Sales delte med investorene som deltok i budet. Denne endelige ordren utgjorde ca. 4,5% av utestående aksjer i Crayon og var ca. 11 ganger større enn gjennomsnittlig daglig omsatt volum i Crayon-aksjen i 2023. Selv ikke med kjennskap til disse opplysningene reagerte Sales på Investment Bankings vurdering av om det forelå innsideinformasjon. Finanstilsynet finner dette både kritikkverdig og klanderverdig, og det er Finanstilsynets klare oppfatning at relevante ansatte på Sales heller ikke har utvist den "årvåkenhet og sunn skepsis" som Foretaket beskriver at det forventer av sine ansatte og som er nødvendig for å reagere når det inntreffer omstendigheter som tilsier at det er behov for ytterligere undersøkelser eller eskalering. Finanstilsynet anser det derfor som mindre relevant at Sales ikke hadde noen "rutinebestemt påse-rolle" når det gjelder Investment Banking sine innsidevurderinger, slik Foretaket viser til.

I forlengelsen av ovennevnte forhold, viser Finanstilsynet også til punkt 11.1.5 i Foretakets "Rutine Megling". Her fastsettes det at "Det følger av reglene om god forretningsskikk (vphl. § 10-9) at kunder ikke kan settes i innsideposisjon mot sin vilje. Følgelig må investoren gi sitt uttrykkelige samtykke før vedkommende settes i slik posisjon og gjøres oppmerksom på konsekvensene som følge av å bli satt i innsideposisjon". Det er Finanstilsynets vurdering at ovennevnte forhold bryter med Foretakets rutine på dette punkt.

Finanstilsynet tar til etterretning Foretakets identifiserte forbedringspunkter. Det er vår klare oppfatning at Foretaket har vært organisert med svært høy nøkkelpersonrisiko og et tilsvarende tungt ansvar på Foretakets førstelinje, i kombinasjon med mangelfulle rutiner og for svak opplæring og dilemmatrening blant relevante ansatte. Foretaket har blant annet ikke hatt på plass rutineverk og prosedyrer som sikrer oppfølging av vilkår stilt av Engagement Committee, rutiner som adresserer eskalering av innsidevurderinger i tvilstilfeller, rutiner som sikrer at intern kommunikasjon mellom Investment Banking og Sales knyttet til konkrete plasseringer dokumenteres på egnet vis, eller rutiner og prosedyrer som sikrer at Foretaket har en nødvendig stedfortreder eller fungerende prosjektleder ved fravær. Det er også Finanstilsynets klare vurdering at relevante ansatte ikke kan ha mottatt tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon eller tilstrekkelig dilemmatrening. Dette har medført for lav bevissthet og årvåkenhet blant relevante ansatte på Investment Banking, Sales og Compliance, som burde stilt kritiske spørsmål og sørget for eskalering av innsidevurderingene. Dette ble ikke gjort på noe tidspunkt i prosessen, til tross for at Investment Bankings mangelfulle innsidevurdering ble forelagt Sales-avdelingen og at Compliance var trukket inn i saken som redegjort for over. Finanstilsynet presiserer at dette må kunne forventes av et verdipapirforetak.

Finanstilsynet opprettholder dermed sin vurdering, som angitt i Varselet, om at forholdene tyder på at det foreligger en alvorlig systemsvikt i Foretaket. Finanstilsynet ser svært alvorlig på dette. Finanstilsynet deler følgelig ikke Foretakets vurdering om at deres "organisatoriske oppsett" bør tale i deres favør. Finanstilsynet finner derfor ikke grunnlag for å vektlegge i formildende retning at "(...) overtredelsen ikke har skjedd som følge av svikt i organisering, retningslinjer eller opplæring", slik Foretaket anfører. Som redegjørelsen over viser, er det Finanstilsynets vurdering at svikten nettopp skyldes mangelfulle retningslinjer og prosedyrer i kombinasjon med for svak opplæring, bevissthet og årvåkenhet.

### 4.3 Finanstilsynets konklusjon

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket, i forbindelse med plasseringen av aksjeposten i Crayon 25. januar 2024, har overtrådt forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 14 bokstav c), se artikkel 10 (1), jf. vphl. § 3-1 (1). Foretaket har ikke opplyst mottakerne av opplysningene om at det dreier seg om innsideinformasjon eller om konsekvensene av å motta slik informasjon. Foretaket har heller ikke innhentet samtykke fra mottakerne, og kan ha satt investorer i en ufrivillig innsideposisjon. Det er dermed også Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har opptrådt i tråd med investorkundenes beste interesse og at det har brutt kravene til god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-9 (1).

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 presiserte 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 avdelinger for Investment Banking, Sales og Compliance – om enn i ulik grad – har vært involvert, og ingen av avdelingene stilte spørsmål ved Investment Bankings vurderinger av innsidespørsmålet, samtidig som relevante ansatte ikke så ut til å ha fått tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon.

Finanstilsynet finner etter dette at de objektive og subjektive vilkårene for å ilegge Foretaket overtredelsesgebyr er til stede.

## 5. Spørsmålet om ileggelse av overtredelsesgebyr

### 5.1 Rettslig 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).

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 graden av skyld sentrale momenter i denne vurderingen.

### 5.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Varselet at overtredelsen hadde vært grov og at det har forekommet en alvorlig svikt i etterlevelsen av Foretakets rutiner og svært mangelfulle vurderinger. Finanstilsynet understreket at spredning og misbruk av innsideinformasjon er egnet til å undergrave tilliten til markedet på en særlig kvalifisert måte. Endelig vektla Finanstilsynet at Foretaket ved sin håndtering av Plasseringen 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 17 000 000 kroner for overtredelse av MAR, jf. artikkel 14 c), se artikkel 10, jf. vphl. § 3-1, om forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. fvl. § 16.

### 5.3 Foretakets kommentarer

Foretaket anfører i Tilsvaret at det foreligger formildende omstendigheter som bør hensyntas ved vurderingen av om en eventuell administrativ sanksjon skal ilegges, og ved vurderingen av om en eventuell administrativ sanksjon fremstår som forholdsmessig. Den overordnede begrunnelsen for

dette er, at det etter Foretakets syn, primært er snakk om feil håndtering innenfor én avdeling, blant annet som følge av nøkkelpersonrisiko, som fikk følgefeil.

#### Overtredelsens grovhet

Foretaket anmoder for det første om at Finanstilsynet, ved vurderingen av overtredelsens grovhet, vektlegger at det dreier seg om én isolert hendelse av brudd på Foretakets interne rutiner og instruksjoner. Foretaket understreker at det generelt har krav til kompetanse, relevant og omfattende opplæring, klare ansvarsområder og fastsatte rutiner og prosedyrer.

#### Foretakets retningslinjer, instruksjoner, opplæring og kontroll

Foretaket fremholder, som nærmere redegjort for i Tilsvaret, at det har et omfattende rutineverk, god og tydelig organisering og et omfattende opplæringsprogram. Foretaket mener at disse tiltakene er helt sentrale for at det skjer minst mulig feil. Foretaket påpeker at en rekke av vurderingene som skal foretas er manuelle og løpende, noe som åpner for menneskelig svikt. Foretaket anfører som nevnt at det må anses som formildende at overtredelsen skjedde som følge av en feilvurdering, og ikke som følge av en svikt i Foretakets organisering, retningslinjer eller opplæring. Foretaket mener at det organisatoriske oppsettet bør tale i favør av Foretaket.

#### Grad av skyld

Foretaket er enig med Finanstilsynet i 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. Foretaket er likevel ikke enig i at "*Foretakets avdelinger for Investment Banking, Sales og Compliance har alle vurdert og kommet frem til at Plasseringen ikke utgjorde innsideinformasjon*", slik Finanstilsynet skrev i Varselet. Foretaket mener at det heller ikke foreligger noen støtte for Finanstilsynets antagelse i Varselet om at manglende oppfølging skyldes manglende kompetanse hos Sales og Compliance, og presiserer at Foretaket legger betydelig vekt på å sikre kompetanse i alle stillinger og har et omfattende opplæringsprogram med tydelig fokus på innsideproblematikk. Etter Foretakets vurdering skyldes overtredelsen en menneskelig svikt, og anfører at det ikke er grunnlag for en konklusjon om at feilen avdekker systemsvikt i Foretaket. Foretaket viser i denne sammenheng blant annet til at den initiale innsidevurderingen er foretatt av prosjektleder på Investment Banking-avdeling, slik rutinen foreskriver. Ansvar er klart plassert, og det er klare rutiner både for når vurderingen skal gjennomføres og hvordan den skal dokumenteres. Foretaket har som kjent også praktisert et "fire øyne"-prinsipp.

Når det gjelder Sales, viser Foretaket som nevnt til at Sales ikke har noen plikt til å overprøve vurderingene fra Investment Banking. Gitt de konkrete omstendighetene, mener Foretaket som nevnt at grensen for sanksjonerbar overtredelse "*neppe*" er overtrådt i relasjon til Sales. I relasjon til Compliance, anfører Foretaket som nevnt at det ikke representerer en "*sanksjonerbar forsømmelse*" at Compliance unnlot å undersøke Loggskjemaet, selv om Foretaket erkjenner at dette ville avdekket at dokumentasjonen av innsidevurderingen var mangelfull.

### **5.4 Finanstilsynets konklusjon - Hvorvidt overtredelsesgebyr skal ilegges og gebyrets størrelse**

For så vidt gjelder overtredelsens grovhet, vises det til at forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon er 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 en rettferdig måte. 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. Finanstilsynet understreker også at risikoen for misbruk ved slik spredning kan være stor.

Det må 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. En grunnleggende forutsetning i denne sammenheng er også at nødvendige rutiner og prosedyrer er på plass. Redegjørelsen over viser at Foretaket har manglet flere sentrale rutiner og prosedyrer som, i kombinasjon med tilstrekkelig opplæring i hva som kan utgjøre innsideinformasjon og dilemmatrening, kunne bidratt til å forebygge overtredelsen. Foretakets avdelinger for Investment Banking, Sales og Compliance har alle – om enn i ulik grad – vært involvert, og ingen av de to sistnevnte avdelingene stilte kritiske spørsmål eller utfordret Investment Bankings innsidevurdering og sørget for eskalering. Selv ikke etter konkrete samtaler med investorer hvor innsidespørsmålet var et tema fant de aktuelle Sales-ansatte grunn til å utfordre Investment Bankings innsidevurdering. Heller ikke Selgers konkrete ordre om salg av 4 millioner aksjer i Crayon til en rabattert kurs (ca. 8%) på 85 kroner per aksje – opplysninger som Sales delte med de ti investorene som deltok i budet – medførte at Sales reagerte og stilte kritiske spørsmål til Investment Bankings vurderinger av innsidespørsmålet. Denne endelige ordren fra Selger på 4 millioner aksjer utgjorde som nevnt ca. 4,5 % av utestående aksjer i Crayon og var ca. 11 ganger større enn gjennomsnittlig omsatt volum i Crayon-aksjen i 2023. I tillegg ble Compliance, som var kjent med vilkåret om en ny og "*grundig*" innsidevurdering stilt av Engagement Committee, forelagt deler av innsidevurderingen via en intern e-post og la uten videre denne til grunn. Compliance var som nevnt ansvarlig for å samtykke til at Pre-launchmøtet kunne unnlates. Samlet sett tilsier disse forholdene som nevnt at Compliance burde sjekket dokumentasjonen, herunder Loggskjemaet, før Compliance samtykket til innsidevurderingen og at nevnte møte kunne unnlates.

Det understrekes at Compliance har et kontrollansvar som er av særlig viktighet nettopp når det forekommer feilvurderinger i førstelinjen. At primæransvaret for å gjøre korrekte og grundige vurderinger ligger hos førstelinjen kan ikke fritta eller minimere kontrollfunksjonens ansvar. Samtidig er Finanstilsynet av den klare oppfatning, som nevnt over, at relevante ansatte både på Investment Banking og Sales ikke har mottatt tilstrekkelig opplæring og hatt nødvendig kunnskap og kompetanse om hva som kan utgjøre innsideinformasjon, noe som igjen har medført manglende årvåkenhet. Dette tyder som nevnt på at det foreligger en alvorlig systemsvikt i Foretaket. Foretaket har som beskrevet i Tilsvaret erkjent at det har avdekket klare brudd på Foretakets interne rutiner og svakheter i håndteringen av Plasseringen.

Det er på denne bakgrunn Finanstilsynets konklusjon at Foretaket skal ilegges et overtredelsesgebyr. Samlet sett anser Finanstilsynet at overtredelsen har vært grov og at det har vært en alvorlig svikt i etterlevelsen av Foretakets rutiner/prosedyrer og svært mangelfulle vurderinger og dokumentasjon, at Foretakets rutiner og prosedyrer har vært mangelfulle, samt at opplæringen av relevante ansatte i innsidetematikk ikke har vært tilstrekkelig. Dette har materialisert seg i manglende bevissthet og årvåkenhet hos ansatte i flere avdelinger i Foretaket. 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 Plasseringen muliggjort og tilrettelagt for misbruk av innsideinformasjon.

Ved utmålingen av beløpets størrelse har Finanstilsynet i tillegg til forholdene redegjort for over hensyntatt – i formildende retning – at det dreier seg om et isolert oppdrag. I tillegg har Foretaket, som følge av denne overtredelsen, identifisert en lang rekke forbedringspunkter.

Finanstilsynet har også sett hen til Foretakets resultatregnskap for 2023, som viser en omsetning (samlede driftsinntekter) på 864,2 millioner kroner og et årsresultat på 154 millioner kroner.

På dette grunnlaget fremstår 17 000 000 kroner som et passende beløp.

## 6. Vedtak om illeggelse av overtredelsesgebyr

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

*Sparebank 1 Markets AS ilegges et overtredelsesgebyr på 17 000 000 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, se fvl. § 46, jf. § 3-1.

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.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy  
avdelingsdirektør

Roy V. Halvorsen  
seksjonsleder

*Dokumentet er godkjent elektronisk.*