



**FINANSTILSYNET**  
THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY

# Udekket shortsalg ved rettede emisjoner mv.

Seminar om finansiell rapportering for noterte foretak  
14. november 2023

Tilsynsrådgiver Per Christian Bærøe

# Oversikt

- Udekket shortsalg i forbindelse med rettede emisjoner
  - Overtredelsesgebyr til investorer for brudd på forbudet mot udekket shortsalg
- Utstederforetaks håndtering av innsideinformasjon i forbindelse med rettede emisjoner
  - Identifisering av innsideinformasjon
  - Førings av innsidelister

# Shortsalg og rettede emisjoner

- Shortsalg – investor selger aksjer som vedkommende på salgstidspunktet ikke «eier»
- Eksempel: Investor låner aksjer fra et verdipapirforetak, selger aksjene, og kjøper aksjene tilbake i markedet når de lånte aksjen skal leveres tilbake til verdipapirforetaket
- Mulighet for å oppnå gevinst ved kursfall i aksjen



# (Utilsiktet) shortsalg ved rettede emisjoner

- Investor har tegnet aksjer i emisjonen - selger disse videre før investor har blitt «**eier**» av de nye aksjene
  - shortsalgforordningen (gjennomført i verdipapirhandelloven)
- Foreligger shortsalg i lovens forstand – selv om dette ikke var hensikten
- Krav om «dekning» - selgeren må ha tilgang til aksjene slik at rettidig levering til kjøper (T+2) er sikret på avtaletidspunktet
  - Lån, rettslig krav på å få aksjer, avtale med tredjemann som kan gi «rimelig forventning» om at oppgjør skjer på avtalt tidspunkt
- Redusere risiko for at oppgjør ikke kan finne sted, og risiko for volatilitet i markedet

# Udekket shortsalg er forbudt

- Finanstilsynet kan ilegge overtredelsesgebyr ved overtredelse av forbudet mot udekket shortsalg
- Maksimalbeløp for overtredelsesgebyr på inntil 43 millioner kroner



# Rettet emisjon i Flyr

- I november 2022 innhentet Flyr NOK 250 millioner ved utstedelse av 25 milliarder aksjer med tegningskurs 1 øre
- Kommunisert fra Flyr til investorer at nye aksjer ikke var handlebare før registrering av ny aksjekapital i Foretaksregisteret - «**on or about**» 17. november 2022
- Generalforsamling i selskapet ga samtykke til den rettede emisjonen 16. november (børsmelding kl. 12:17)
- Ny aksjekapital ble registrert i Foretaksregisteret 17. november (børsmelding kl. 10:01)
- Før nye aksjer ble registrert i Foretaksregisteret ble det solgt 1,2 milliarder aksjer – antall aksjer før registreringen av emisjonen var 0,633 milliarder aksjer
  - noe salg etter børsmelding 16. november kl. 12:17, hovedsakelig 17. november kl. 09:00 - 10:01

# Rettet emisjon i Flyr (forts.)

- Det omfattende salgsvolumet indikerte udekket shortsalg
- Umiddelbart etter børsmeldingen kl. 10:01 falt aksjekursen markant
- Investorer som solgte aksjer før kl. 10:01 oppnådde gevinst

# Flyr-aksjen stuper 60 prosent etter at de nye aksjene er registrert – Finanstilsynet vil undersøke aksjehandelen

Flyr-aksjen faller under emisjonskursen på ett øre i ellevill handel. – Noen har brutt en regel her, sier daytrader Svend Egil Larsen.

1 MIN | PUBLISERT: 17.11.22 — 10.12 | OPPDATERT: ETT ÅR SIDEN





# Finanstilsynets oppfølging

- Innhentet informasjon fra utsteder samme dag
- Analyse av transaksjonsdata fra verdipapirforetakene og informasjon fra VPS - identifiserte mulig udekket shortsalg begått av syv investorer
- Samtlige investorer har blitt ilagt overtredelsesgebyr
- 4 vedtak er påklaget til Finansdepartementet



# Vedtak om overtredelsesgebyr

- Finanstilsynet la til grunn at investor i denne saken ble «**eier**» av de nye aksjene ved registrering av ny aksjekapital i Foretaksregisteret - salg før dette tidspunktet utgjør shortsalg
- Investorene hadde ikke «dekning»
  - Hadde ikke tilgang til aksjer i form av lån eller på annen måte som sikret rettidig leveranse av aksjene (T+2)
  - Utsteder hadde ikke forpliktet seg til at aksjene ville være utstedt 17. november (mao. ikke noe rettslig krav)
  - Ikke tilstrekkelig «forventning» mht rettidig levering at generalforsamlingen hadde godkjent emisjonen

# Vurdering av sanksjon

- Shortsalget var ulovlig
- Finanstilsynet vurderte overtredelsesgebyr som en forholdsmessig og riktig reaksjon
  - Størrelsen på handlingene
  - Graden av utvist skyld (grovt uaktsomt – profesjonelle investorer)
  - Atferden egnet til å svekke markedets integritet
    - de fleste investorene forholdt seg lojalt til regelverket, mens et fåtall oppnådde en gevinst ved overtredelse av regelverket

# Utmåling av overtredelsesgebyr

- Som et utgangspunkt må gebyret overstige størrelsen på investors gevinst
  - gevinst investorene oppnådde ved å overtre forbudet mot udekket shortsalg
- Handelens størrelse (potensiell oppgjørslisiko)
- Atferden er egnet til å undergrave tilliten til verdipapirmarkedet
- Det ble utvist grov uaktsomhet (profesjonelle investorer)
- Tidspunktet handelen ble foretatt (skjerpende at handel ble foretatt allerede 16.11.)
- Investors finansielle styrke
- Umiddelbart tilbakekjøp (en investor)
- Overtredelsesgebyrene utgjorde fra 50 000 til 5 millioner
- Vedtakene er tilgjengelig på Finanstilsynets nettsider:  
<https://www.finanstilsynet.no/tilsyn/markedsatferd/vedtak-om-overtredelsesgebyr---shortsalg/>

# Anmodning til utstederforetak

- Det er **investorene** som er ansvarlig for å overholde shortsalg-reglene
- Men utsteder kan praktisk bidra til å redusere risikoen for at denne type feil begås
- Prosessen rundt registrering av forhøyet aksjekapital i Foretaksregisteret
  - Legge opp til at registrering i Foretaksregisteret skjer utenom børsens åpningstid
- Viktig med informasjon til investorer om tidslinje for emisjonen - formidle klart når aksjene lovlig kan selges
  - *"...not before the capital increase pertaining to the New Shares has been registered with the Norwegian Register of Business Enterprises"*

# Innsideinformasjon - rettede emisjoner

- Informasjon om en rettet emisjon vil ofte utgjøre innsideinformasjon
- **Presise opplysninger** som
- **ikke er blitt offentliggjort**, som
- direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og **som er egnet til å påvirke kursen** på disse finansielle instrumentene (...) **merkbart** dersom de blir offentliggjort

# Hvis det foreligger innsideinformasjon

- Forbud mot innsidehandel
- Forbud mot ulovlig spredning (taushetsplikt)
- Krav om informasjonsplikt/utsatt offentliggjøring
- Krav om føring av innsidelister
  
- Avgjørende at utsteder har systemer og rutiner for å **identifisere** og **håndtere** innsideinformasjon



# Undersøkelser i markedsmisbrukssaker

- Ved undersøkelser om mulige brudd på markedsmisbruksreglene (innsidehandel, taushetsplikt) innhenter Finanstilsynet rutinemessig informasjon fra utstedere og tilretteleggere
- Sentralt å få kartlagt:
  - Når ble informasjon definert som innsideinformasjon?
  - Hvem hadde tilgang på innsideinformasjon?
- Finanstilsynet ber normalt om en redegjørelse for når forholdet ble ansett som innsideinformasjon samt innsidelister



# Observasjoner – innsideinformasjon

- Eksempler på at utsteders vurdering av når det forelå innsideinformasjon i emisjonsprosesser, kan virke noe «streng»
- Avvik – tilrettelegger vurderer at innsideinformasjon oppstår tidligere i prosessen enn utsteder
- Utfordrende at det foreligger tvil om tidspunktet for når innsideinformasjon oppstod
- Oppfordre utsteder til å ha dialog med tilrettelegger om vurderingen av om det foreligger innsideinformasjon

# Innsidelister

- Både utsteder og rådgivere (tilretteleggere, advokater mv. ) har plikt til å føre innsidelister – logg over personer som har fått tilgang til innsideinformasjon
- Viktig redskap for Finanstilsynet ved etterforskning av markedsmisbrukssaker
- Innholdskravene er standardisert – maler inntatt i Kommisjonsforordning 2022/1210 (gjennomført i verdipapirforskriften)

## MAL 1

**Formatet for innsidelistene nevnt i artikkel 1 nr. 1**

**Beskrivelse av kilden til den spesifikke innsideinformasjonen:**

**Dato og klokkeslett for opprettelse av denne seksjonen** (dvs. da den spesifikke innsideinformasjonen ble identifisert): [åååå-mm-dd, hh:mm UTC (koordinert universell tid)]

**Dato og klokkeslett for siste oppdatering:** [åååå-mm-dd, hh:mm UTC (koordinert universell tid)]

**Dato for overføring til vedkommende myndighet:** [åååå-mm-dd]

Fornavn på innsideren	Etternavn på innsideren	Etternavn ved fødselen på innsideren (dersom dette ikke er det samme)	Telefonnumre arbeid (direktenummer og mobilnummer)	Foretakets navn og adresse	Funksjon og begrunnelse for at tilgang til innsideinformasjon	Tilgang fra (dato og klokkeslett da personen fikk tilgang til innsideinformasjon)	Tilgang til (dato og klokkeslett da personen ikke lenger hadde tilgang til innsideinformasjon)	Nasjonalt identifikasjonsnummer (om relevant)	Fødselsdato	Personlige telefonnummer (hjemmenummer og mobilnummer)	Fullstendig hjemadresse: gatenavn, husnummer, by, postnummer, land)
[Tekst]	[Tekst]	[Tekst]	[Tall (uten mellomrom)]	[Adressen til utstederen / deltakeren på utslippkvotemarkedet / auksjonsrelatføremn]	[Tekst som beskriver rolle, funksjon og begrunnelse for at vedkommende er oppført på denne listen]	[åååå-mm-dd, hh:mm UTC]	[åååå-mm-dd, hh:mm UTC]	[Tall og/eller tekst]	[åååå-mm-dd]	[Tall (uten mellomrom)]	[Tekst]

# Observasjoner - listeføring

- Eksempler på at innsidelister er mangelfullt utfylt
- Automatiserte listeføringsverktøy:
  - Personer som skal listeføres, får link via e-post og skal selv fylle ut innsidelisten
- Utstederforetaket er ansvarlig for føring av innsidelisten
- Den som følger opp innsidelisten hos utsteder må kontrollere at listen er fullstendig utfylt



**FINANSTILSYNET**

THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY