



Vedtak om overtredelsesgebyr

1 Innledning

Det vises til Finanstilsynets varsel om overtredelsesgebyr av 20. februar 2026 for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon i markedsmisbruksforordningen¹ (MAR) artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 a). jf. verdipapirhandelloven ("vphl.") § 3-1. Det vises videre til svarbrev fra Advokatfirmaet Elden av 16. mars 2026, samt øvrig korrespondanse i saken.

Finanstilsynet har undersøkt din handel i aksjen NEXT Biometrics Group ASA (NEXT), og særlig hvordan disse handlene har påvirket åpningskursen i aksjen, i perioden fra og med 2. september 2024 til og med 30. juni 2025 (perioden).

Det gjelder handel du har gjennomført privat og gjennom dine² selskaper

Finanstilsynet har funnet at du gjennom dine handler flere dager i perioden har påvirket NEXT-aksjens åpningskurs på en måte som har vært egnet til å gi falske eller villedende signaler om etterspørselen og kursen på NEXT-aksjen, og vært egnet til å sikre NEXT-kursen på et unormalt eller kunstig nivå.

Basert på opplysningene som er innhentet i saken er Finanstilsynets konklusjon at du har overtrådt forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr. 1 a). jf. vphl § 3-1.

Finanstilsynet har på denne bakgrunn truffet et vedtak om å ilegge deg et overtredelsesgebyr på 500 000 kroner, jf. vphl. §§ 21-1 første ledd, 21-9 og 21-14. Finanstilsynet har valgt å rette ansvaret mot deg personlig og ikke foretakene du har handlet gjennom.

2 Sakens rettslige utgangspunkt

Det følger av vphl. § 3-1 første ledd at MAR med visse tilpasninger som følger av EØS-avtalen vedlegg IX, protokoll 1 til avtalen og avtalen for øvrig, gjelder som lov i Norge.

Etter MAR artikkel 15 er markedsmanipulasjon og forsøk på markedsmanipulasjon forbudt.

¹ Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 av 16. april 2014 om markedsmisbruk ("markedsmisbruksforordningen") er gjennomført i verdipapirhandelloven (vphl.), jf. vphl. § 3-1

² Det er Finanstilsynets forståelse at du kontrollerer mer enn 50 % av de stemmeberettigede aksjene i alle disse selskapene. Dessuten er du i Foretaksregisteret oppgitt som styrets leder i selskapene.

Det følger av MAR artikkel 12 nr. 1 at blant annet følgende atferd anses som markedsmanipulasjon:

- "a) Inngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre eller enhver annen atferd som*
- i) gir eller er egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på et finansielt instrument (...), eller*
 - ii) sikrer eller er egnet til å sikre kursen på ett eller flere finansielle instrumenter (...) på et unormalt eller kunstig nivå,*

med mindre personen som inngår en transaksjon, plasserer en handelsordre eller deltar i enhver annen atferd, godtgjør at transaksjonen, ordren eller atferden har blitt foretatt av legitime grunner og er i samsvar med akseptert markedspraksis i henhold til artikkel 13."

Det er ikke fastsatt noe akseptert markedspraksis i Norge etter MAR artikkel 13.

MAR artikkel 12 nr. 2 lister opp en rekke former for adferd som skal anses som markedsmanipulasjon, herunder bokstav b):

"Kjøp eller salg av finansielle instrumenter ved markedets åpnings- eller stengetid, som har eller er egnet til å ha den virkningen at investorer som handler på grunnlag av oppgitte kurser, herunder åpnings- og sluttkurser, villedes."

Vedlegg 1 til MAR angir i bokstav A en ikke-uttømmende liste over indikatorer på manipulerende atferd relatert til falske og villedende signaler og kurssikring. Eksempler på slike indikatorer er:

"b) I hvilken utstrekning handelsordrer som inngis, eller transaksjoner som utføres av personer med en betydelig kjøps- eller salgsposisjon i et finansielt instrument, [...], medfører betydelige endringer i kursen på det finansielle instrumentet [...].

e) I hvilken utstrekning handelsordrer som inngis, eller transaksjoner som utføres, er konsentrert til et kort tidsrom av handelsperioden og medfører en kursendring som senere reverseres. [...]

g) I hvilken utstrekning handelsordrer inngis eller transaksjoner utføres på eller omkring et bestemt tidspunkt når referansepriser, oppgjørpriser eller verdiberegninger foretas, og dette medfører en kursendring som har innvirkning på slike priser eller beregninger."

Det følger av vphl. § 3-4 at forbudet mot markedsmanipulasjon også gjelder for fysisk person som for en juridisk persons regning deltar i beslutninger om å gjennomføre slike handlinger.

Etter vphl. § 21-1 første ledd kan Finanstilsynet ilegge overtredelsesgebyr for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon. For fysiske personer kan gebyret settes til inntil 43 millioner kroner, jf. vphl. § 21-1 annet ledd. Vilårene for å ilegge overtredelsesgebyr fremgår av vphl. § 21-9. Fysiske personer kan ilegges overtredelsesgebyr for forsettlige eller uaktsomme overtredelser. Ved avgjørelsen av om en administrativ sanksjon skal ilegges og ved utmålingen fremgår det videre av vphl. § 21-14 at det kan tas hensyn til følgende:

1. overtredelsens grovhet og varighet,
2. graden av skyld hos overtrederen,
3. overtreders finansielle styrke, særlig samlet omsetning eller årsinntekt og eiendeler,
4. oppnådd fortjeneste eller unngått tap,
5. tap påført tredjepart som følge av overtredelsen,
6. vilje til å samarbeide med myndighetene,
7. tidligere overtredelser,
8. forhold som nevnt i forvaltningsloven § 46 annet ledd (foretak),
9. andre relevante forhold.

3 Sakens bakgrunn

Finanstilsynets undersøkelser er basert på informasjon fra Euronext Securities Oslo (VPS), Finanstilsynets transaksjonsdatabase, og offentlig tilgjengelig informasjon. Det er også innhentet informasjon om din ordreinnlegging fra verdipapirforetakene du har handlet gjennom, samt fra banken der du har finansiert lån med sikkerhet i dine NEXT-aksjer.

3.1 Om NEXT-aksjen

NEXT har vært notert siden 25. juni 2014, først på handelsplassen Euronext Expand Oslo, senere på Euronext Oslo Børs. Aksjene i NEXT var på tidspunktet for handlene i denne saken registrert på ISIN NO0010629108³.

NEXT er blant børsens mindre selskaper. Den 30. juni 2025 hadde selskapet en markedsverdi på 541 millioner kroner basert på sluttkurs 4,70 kroner. Aksjen har begrenset omsetning, og tidvis lav likviditet.

3.2 Om prisfastsettelsen i åpningsauksjonen

På Oslo Børs gjennomføres åpningsauksjonen ved markedsåpning klokken 09:00. Da har ordreboken vært åpen for ordreinnlegging siden 07:15 (pre-åpningsperiode). I denne perioden kan en legge inn, endre og slette ordre, men ingen handler gjennomføres før selve åpningsauksjonen (uncrossing).

Det beregnes en likevektspris som maksimerer omsettelig volum. Åpningskursen er den prisen som gir størst mulig omsetning, med minst mulig ubalanse, og nærmest referansekursen⁴ hvis det er likhet. Volumet er det som faktisk kan matches på denne kursen⁵. Den som står for hoveddelen av gjennomført volum vil dermed ha påvirket kursen.

Åpningskursen i en aksje er viktig av flere grunner. Den er den første prisen på aksjen investorene kan forholde seg til i den påfølgende handelen, og blir dermed et referansepunkt for handelsdagen. Den vil reflektere informasjon og forventninger som har bygget seg opp siden forrige handelsdag og være et utgangspunkt for dagens handel. Videre benyttes åpningskursen i tekniske analyser, sammen med sluttkurs, dagens høyeste og laveste kurs.

3.3 Din aksjeposisjon og lånefinansiering

Du er den største aksjonæren i NEXT, med en eierandel på mer enn 10 prosent av de utstedte aksjene i selskapet. Per 30. juni 2025 eide du NEXT-aksjer for 69,4 millioner kroner⁶. NEXT var da

³ ISIN ble endret til NO0013740142 i april 2026.

⁴ Ved åpningsauksjonen er referansekursen sluttkursen fra forrige handelsdag.

⁵ Handelsmetodikken i åpnings- og sluttauksjonen på Euronext Oslo Børs er beskrevet i dette dokumentet: <https://www.euronext.com/sites/default/files/2024-03/Trading%20Manual%20for%20cash%20market%20with%20mid-point%20orders%20CLEAN.pdf>

Prisfastsettelsen (åpningskurs):

- 1) Maksimalt volum: Åpningskursen settes på det prisnivået hvor flest aksjer kan omsettes (størst mulig match mellom kjøps- og salgsordre).
- 2) Minst ubalanse: Hvis flere priser gir samme volum, velges prisen med minst ubalanse mellom kjøps- og salgsordre.
- 3) Nærmest referansekurs: Hvis det fortsatt er flere kandidater, velges prisen nærmest gårsdagens sluttkurs (referansekurs).
- 4) Markedsordre har prioritet: Markedsordre fylles før limitordre på åpningskursen.

Volumfastsettelse:

- Omsatt volum er det laveste av samlet kjøps- og salgsvolum på åpningskursen.
- Ved ubalanse på kursen, fylles ordre etter tidsprioritet.

⁶ NEXT-aksjen sluttet på 4,70 kroner 30. juni 2025, og ifølge VPS eide du da 14.767.519 NEXT-aksjer. Dette inkluderer ditt eierskap privat og dine investeringsselskaper. Ditt eierskap tilsvarte 12,8 prosent av totalt antall utstedte aksjer i NEXT.

din største investering i en enkeltaksje registrert i VPS⁷. Du har også vært medlem av valgkomitéen i NEXT siden mai 2021.

Kursen på NEXT-aksjen har falt. I perioden fra 31. august 2024 til 30. juni 2025 var det et kursfall på 41 prosent.

Dine NEXT-aksjer er belånte, det vil si at du har tatt opp lån med sikkerhet i aksjene. Mens kursen har falt, har du fått gjentatte varsler om brudd på marginkrav, viser korrespondanse som Finanstilsynet har innhentet fra din bankforbindelse.

I en telefonsamtale med din aksjemegler den 15. mai 2025 klokken 16:21 sier du at du har betalt 15 til 17 millioner kroner i marginkrav siden sommeren 2024:

"Jeg har jo greid å snu meg rundt med de marginkravene. Jeg har jo alt på margin, ikke sant. Jeg vet ikke om det var så smart. Jeg har det i hvert fall, men så har jeg greid å snu meg rundt da, på å ordne og fikse så jævlig. Men jeg har jo betalt 15, 16, 17 millioner i marginkrav siden i fjor sommer."

"Hvordan funker det da?" spurte megler, hvor du svarte: *"Det er helt jævlig. Det er tre dager å betale,"* og fortsatte, *"Det skjer hele tiden, og det har skjedd veldig mye."*

"Men det kommer hvis markedet faller da?" spurte megler, hvor du svarte: *"Ja, obviously."*

Senere i samtalen sier du: *"Så nå da, la oss si, nå er den i 5,30 ikke sant. Også så går den til 6,5. [...] Plutselig så er det, det blir jo veldig positivt andre veien."*

I varsel om vedtak ble utskrift av telefonsamtalen vedlagt i sin helhet. Du har ikke hatt innsigelser mot innholdet i denne eller øvrige telefonsamtaler det refereres til i saken, og disse vedlegges derfor ikke her.

3.4 Din handel

Finanstilsynet har som nevnt undersøkt din handel i NEXT-aksjen fra og med 2. september 2024 til og med 30. juni 2025. Til sammen var det 205 dager i perioden da Oslo Børs var åpen for handel. Ifølge Finanstilsynets transaksjonsbase⁸ handlet du 202 handelsdager i perioden. På 160 av disse 202 dagene handlet du på dagens høyeste kurs i NEXT.

Finanstilsynets transaksjonsdatabase er benyttet for å beregne din andel av det gjennomførte transaksjonsvolumet i åpningsauksjonen. En stor andel av dine aksjekjøp skjer i åpningsauksjonen på børsen. I perioden kjøpte du 372 978 NEXT-aksjer i åpningsauksjonen, som tilsvarer 19 prosent av nettovolumet du handlet i aksjen på børsen i perioden.

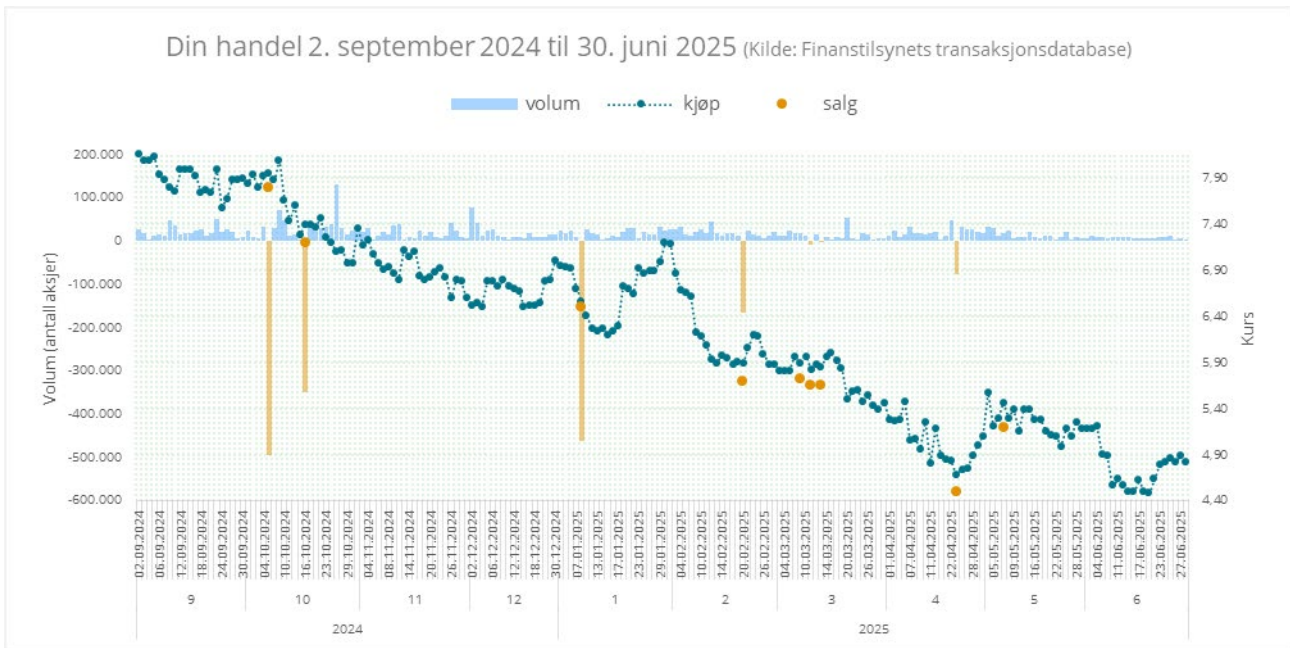
Gjennomgangen viser at du sjelden selger NEXT-aksjer, men når det skjer, selger du gjerne større poster. Salgene har i flere tilfeller skjedd til lavere kursnivåer enn kjøp foretatt i perioden rundt salgene. I perioden solgte du NEXT-aksjer på totalt 11 børsdager. På ni av disse dagene kjøpte du også aksjer. På åtte av de ni dagene du både kjøpte og solgte, kjøpte du aksjer på et høyere kursnivå enn du solgte for.

En stor andel av handelsvolumet ditt gjennomføres utenom børs, og vises i VPS som konto-til-konto-transaksjoner. Samlet har du kjøpt 20.500.751 og solgt 19.229.308 aksjer i perioden, mens

⁷ Ifølge VPS-data fra og med år 2018.

⁸ Transaksjonsdatabasen inneholder ikke konto til konto-transaksjoner du har avtalt direkte med andre investorer. Slike transaksjoner vises derimot i VPS.

du har kjøpt 3.900.443 og solgt 1.915.000 aksjer på børs. Figuren under viser din handel på børs i perioden.



3.4.1 Kurspåvirkning

Finanstilsynet har vurdert om din handel i åpningsauksjonen har påvirket aksjekursen i den aktuelle perioden. For å avgrense saken er det foretatt et utvalg basert på nærmere angitt kriterier. Kriteriene som er benyttet i utvalget, er metodiske avgrensninger som har til formål å identifisere handelsdager der din handel hadde en påvisbar og isolerbar kurseffekt på NEXT-aksjen. Kriteriene er ikke rettslige terskelverdier for markedsmanipulasjon.

Utvalget omfatter handelsdager hvor du i forkant av børsåpning har lagt inn kjøpsordre med kursgrense over sluttkursen foregående handelsdag. Videre omfatter utvalget dager hvor du sto for mer enn 50 prosent av det gjennomførte volumet i åpningsauksjonen.

I dette utvalget har Finanstilsynet sett på dager der dine kjøp medførte en kursoppgang på mer enn én prosent fra foregående dag, og hvor åpningskursen samtidig utgjorde dagens høyeste omsetningskurs. Dersom kursen i tillegg falt mer enn én prosent fra åpningskursen til den gjeldende volumveide gjennomsnittskursen (VWAP) for handelsdagen, legges det til grunn at det foreligger en påvisbar kurseffekt for den aktuelle dagen.

Tabell 1 som ligger som vedlegg til dette vedtaket, oppsummerer antall dager som Finanstilsynet har analysert og som også viser alle dager du har handlet i åpningsauksjonen.

Oppsummert ser bildet slik ut:

- 102 dager med kurseffekt på mer enn 1 prosent mot dagens VWAP for hele handelsdagen,
- 81 dager der dagens høyeste omsetningskurs var i åpningsauksjonen,
- 54 dager med kurseffekt på mer enn 1 prosent mot gårsdagens sluttkurs og
- 42 dager med kurseffekt både mot gårsdagens sluttkurs og dagens VWAP, samt at dagens høyeste kurs er satt i åpningsauksjonen.

Det er dermed 42 dager hvor dine kjøp oppfyller samtlige kriterier som nevnt ovenfor. Finanstilsynet legger til grunn at det i disse tilfellene er påvist en kurseffekt.

3.4.2 Kontakt med megler

Du benytter vanligvis megler for å legge inn dine kjøps- eller salgsordrer i handelssystemet, og ordregiving gjøres via telefon, SMS eller e-post. I perioden har du lagt inn ordre gjennom flere meglere og verdipapirforetak.

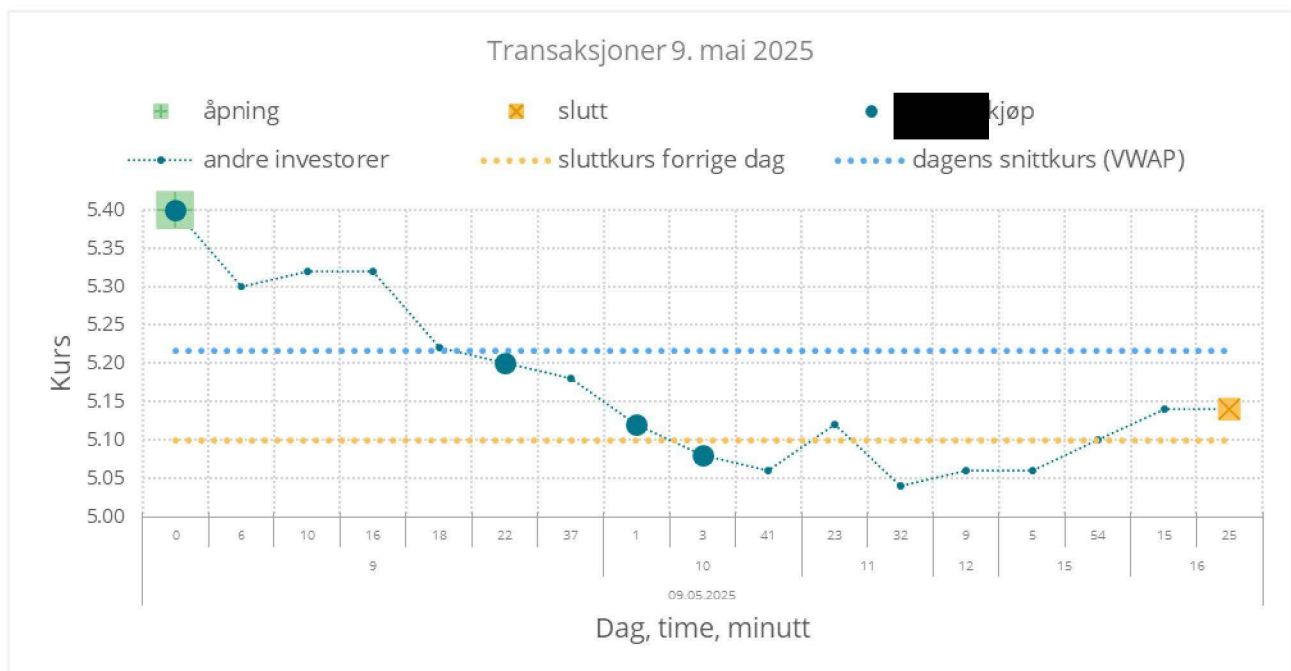
Et eksempel på en dag hvor du påvirket åpningskursen er 9. mai 2025. Den foregående børsdagen sluttet NEXT-aksjen på 5,10 kroner. Klokket 01:54 sendte du en SMS til megler med instruksjon om å kjøpe totalt 7 100 aksjer på fem ulike kursnivåer, fra 5,08 til 5,46 kroner⁹, hvor brorparten av volumet lå over gårsdagens kursnivå. I samme SMS instruerte du megler om å selge inntil 30 000 aksjer til kurs over 5,20 kroner. Du var den eneste kjøperen i åpningsauksjonen, da aksjen åpnet på 5,40 kroner, som var 5,9 prosent høyere enn sluttkursen foregående dag.

Aksjen falt i løpet av dagen, og sluttet på 5,14 kroner med en VWAP-kurs på 5,22 kroner, 3,4 prosent lavere enn åpningskurs. Ditt kjøp ble gjennomført som fem transaksjoner frem til klokken 10:03 da din siste ordre på 5,08 kroner per aksje ble gjennomført.

Senere på dagen ringte megler deg og forklarte at du ikke kunne fortsette å bruke forholdsvis små kjøpsordrer for å presse opp prisen på aksjen. "Jeg skjønner hva du er på jakt etter, men det kan ikke være sånn robottrading her der man prøver å få opp bid og ask hele veien," sa megler i telefonsamtalen klokken 14:23.

Det var ikke kjøpsinteresse for din salgsordre, og du fikk ikke solgt aksjer denne dagen.

Figuren under viser kursutviklingen og transaksjonene 9. mai 2025.



⁹ Ordre sendt som SMS til megler 9. mai 2025 klokken 01:54:

"Legger du inn for [redacted] kjøper i Next B ASA som følger:

1.000 på 5.46

2.600 på 5.32

1.200 på 5.20

1.100 på 5.12

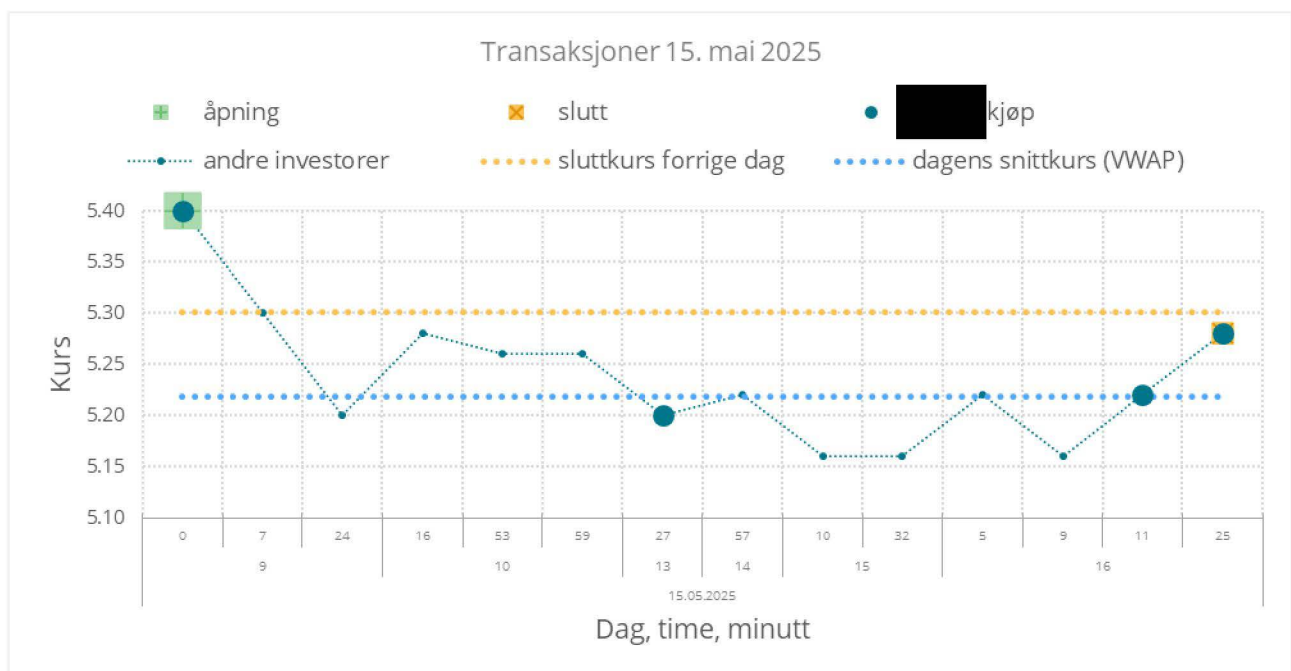
1.200 på 5.08

- etter det er litt mere volum kan du prøve å selge opp til 30,000 på over 5.20, men bare litt i markedet av gangen- ca 1/3 at the time"

Den 15. mai 2025 informerte megler deg igjen om at ditt handelsmønster måtte opphøre og at slik atferd kunne føre til markedsmanipulasjon. Da hadde du akkurat lagt inn kjøpsordre i åpningsauksjonen med limitkurs 5,62 kroner, vesentlig høyere enn kursnivået foregående børsdag.

"Vi må slutte med det her, for det er jo basically kursmanipulasjon," fortalte megleren deg i telefonsamtalen klokken 09:23. Han forklarte deg at du ikke kunne legge deg over markedet når det var så lite volum. Du spurte om hvordan den beste måten var å kjøpe aksjer på, hvor megler svarte at det var å legge inn en kjøpsordre på "at market" eller med limit, men ikke ved å manipulere kursen. Videre sa megler til deg at man ikke kunne gjøre småkjøp her og der, for det typisk at man da forsøker å dra opp kursen. Du svarte at du ikke visste det, men at det var greit å ikke gjøre det på den måten.

Figuren under viser handelen 15. mai 2025.



«Man må bare være litt påpasselig her, at du ikke bare kjøper opp og kjøper opp, og så plutselig selger man,» advarte megler deg på nytt i en telefonsamtale 16. mai 2025 klokken 17:35.

Du ga inntrykk av at du forstod dette. "Men at the end of the day så skal vi redusere eksponeringen litt," sa du i denne samtalen, før dere diskuterte strategi for å selge en større aksjepost. "På åpning og close, skal man være litt forsiktig, sånn at man ikke drar den opp, eller drar den ned," ga megler deg beskjed om.

Siden disse advarslene, har du fortsatt med tilsvarende handelsmønster som påvirker åpningskursen, gjennom andre verdipapirforetak. Du har også fortsatt med dette etter at Finanstilsynet sendte deg brev om undersøkelsene av dine handler i NEXT-aksjen i september 2025.

4 Dine kommentarer

Du opplyser at du ble introdusert til NEXT i 2019-2020, og at du siden har vært en langsiktig og aktiv aksjonær og investor i selskapet. Du skriver at det ikke alltid er like enkelt å forklare årsaken til alle kjøp og salg, men at det hovedsakelig er at du er underliggende positiv til aksjen og har en lang investeringshorisont. Du opplyser at handler imidlertid kan variere fra dag til dag, der disse er

påvirket av volum, markedsdynamikk, andre store selgere og kjøpere, og til dagens makrosituasjon for øvrig.

Du forklarer at selskaper du har en eierandel i - [REDACTED] - har kjøpt seg opp i NEXT med formål om å være en stor og langsiktig eier. Når det gjelder gjennomføringen av dine kjøp, har du forklart at ordre i hovedsak har blitt formidlet til megler via SMS eller telefon før børsåpning, normalt i tidsrommet kl. 08.00–09.00, uten nærmere instruksjoner knyttet til kurs eller ordreutforming. Du opplyser at du i enkelte tilfeller har solgt større aksjeposter utenom børs, blant annet for å justere porteføljen eller å unngå å overstige en eierandel på 10 prosent.

Du anfører at handlene som er gjenstand for saken ikke oppfyller vilkårene for markedsmåned etter MAR artikkel 12 nr. 1 bokstav a), verken som handlinger egnet til å gi falske eller villedende signaler eller som sikring av kursen på et unormalt eller kunstig nivå. Etter ditt syn har alle handler vært reelle og hatt full økonomisk virkning, og reelle handler kan etter sitt utgangspunkt ikke anses å gi falske eller villedende signaler, særlig når det ikke foreligger noen direkte avledet økonomisk gevinst knyttet til kursfastsettelsen.

Du har videre, med henvisning til uttalelser fra EFTA-domstolen i Borgarting lagmannsretts dom i LB-2019-2429-2 ("Triton-dommen"), anført at vurderingen av markedsmåned etter MAR er objektiv, og at subjektiv hensikt eller om det forelå en reell kjøpsinteresse ikke er avgjørende. Du anfører at markedsmåned forutsetter at det kan påvises en direkte avledet økonomisk gevinst som følge av den aktuelle kursfastsettelsen, og at dette ikke er tilfellet i saken. En interesse i å unngå ytterligere marginkrav kan etter ditt syn heller ikke anses som en slik direkte avledet gevinst, ettersom marginkrav er knyttet til generell kursutvikling og ikke kursen i åpningsauksjonen isolert.

Du bestrider at dine handler har hatt betydning for sentrale referanseverdier i markedet, og anfører at åpningskursen ikke har samme referanseverdi som sluttkursen, men gir en referanse på linje med øvrige løpende kurser gjennom handelsdagen. Du forklarer at din handel i åpningsauksjonen utelukkende er begrunnet i praktiske forhold, og at kursen fastsatt i åpningsauksjonen ikke har hatt avgjørende betydning for priser i etterfølgende transaksjoner. Du mener dette er et vilkår for at kurssikring skal foreligge og viser til uttalelser fra EFTA-domstolen i Triton-dommen.

Videre peker du på at NEXT-aksjen i perioden har vært preget av fallende kursutvikling, lav likviditet og relativt stor spread mellom kjøps- og salgsordre, noe som innebærer at også handler av begrenset størrelse kan medføre relativt store prosentvise kursutslag. Du har også vist til at det er andre faktorer som har spilt en vesentlig rolle for åpningskursen, som selskapsspesifikke nyheter, kursutviklingen i sammenlignbare selskaper samt utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet dagen før.

Du anfører at det å kjøpe billig og selge dyrt ikke uten videre er det rette for en investor i den konkrete situasjonen, og at det kommer an på hvilken investeringsstrategi som ligger til grunn i det enkelte tilfellet. Du viser eksempelvis til at et indeksfond skal ha en viss type aksjer i sin portefølje og hvor pris ikke alltid er det utslagsgivende for den enkelte investeringen.

Du fremholder at du ikke på noe tidspunkt har hatt ønske eller intensjon om å etablere eller sikre kursen i NEXT på et bestemt nivå. Tvert imot har du vist til at du som langsiktig investor er opptatt av at selskapet prises korrekt over tid, og at dine handler har vært motivert av sammensatte og konkrete forhold i det enkelte tilfellet, samt utviklingen i markedet generelt.

5 Finanstilsynets vurdering

5.1 Objektive og subjektive forhold

5.1.1 De objektive vilkårene for illeggelse av overtredelsesgebyr

5.1.1.1 Falske eller villedende signaler

Finanstilsynet har sett på om de mange aksjekjøpene du har foretatt i perioden fra 2. september 2024 til 30. juni 2025 var egnet til å gi falske eller villedende signaler om tilbudet, etterspørselen eller kursen på NEXT-aksjen i henhold til MAR artikkel 12 nr. 1 a) i). Bestemmelsen er virkningsorientert, det vil si at det sentrale er om handlingene har hatt den sannsynlige effekt at de har gitt et falskt eller villedende bilde av tilbud, etterspørsel eller kursen i NEXT-aksjen.

Finanstilsynets vurdering er at flere av aksjekjøpene du har foretatt i åpningsauksjonen i perioden saken gjelder, er utført på en måte som har påvirket åpningskursen slik at de var egnet til å gi falske eller villedende signaler om etterspørselen og kursen på NEXT-aksjen. I 42 av åpningsauksjonene hvor du sto for mer enn 50 prosent av gjennomført handelsvolum, var åpningskursen både mer enn én prosent høyere enn foregående dags sluttkurs og én prosent høyere enn samme dags VWAP, samtidig som dagens høyeste omsetningskurs ble satt i åpningsauksjonen. Det vises til den nærmere redegjørelsen for kurspåvirkningen du har skapt i punkt 3.4.1 ovenfor.

Finanstilsynet finner at en slik kurseffekt på mer enn én prosent målt mot nevnte indikatorer, og hvor atferden har vært omfattende, systematisk og gjentakende, har vært egnet til å gi falske og villedende signaler om etterspørselen og kursen i NEXT-aksjen. At dine kjøp i åpningsauksjonen som angitt ovenfor har vært egnet til å gi slike signaler, underbygges av at megler reagerte på handelsmønsteret ditt, se punkt 3.4.2 ovenfor.

Finanstilsynet er ikke enig i din anførsel om at reelle transaksjoner, dvs. transaksjoner har hatt full økonomisk virkning for deg og dine selskaper, som utgangspunkt ikke kan gi falske eller villedende signaler. EFTA-domstolen har i sin rådgivende uttalelse E-5/19 uttrykkelig lagt til grunn at reelle og utførte transaksjoner ikke er unntatt fra virkeområdet for forbudet mot markedsmanipulasjon, og at slike transaksjoner kan gi falske eller villedende signaler etter MAR artikkel 12 nr. 1 bokstav a) i), se punkt 47-49 i uttalelsen. Selv om uttalelsen gjaldt tolkningen av forbudet mot markedsmanipulasjon i markedsmissbruksdirektivet (MAD), er de sentrale definisjonene og vurderingstemaene for markedsmanipulasjon videreført i MAR, slik at uttalelsen er relevant også ved vurderingen av dette etter MAR.

Som eksempel på at reelle transaksjoner kan gi falske og villedende signaler viser EFTA-domstolen blant annet til reelle transaksjoner som utføres ved børsens stengetid, se samme uttalelse punkt 51. Den samme tilnærmingen må etter Finanstilsynets syn gjelde for reelle transaksjoner ved børsens åpningstid, ettersom åpningskursen også er en sentral referanseverdi.

I EFTA-domstolens rådgivende uttalelse punkt 53 fremgår det at kjennetegnene ved markedet har betydning for vurderingen av hva som utgjør markedsmanipulasjon. I foreliggende sak er kjøpene gjennomført i åpningsauksjonen i en aksje, hvor prisdannelsen skjer samlet og synlig for markedets øvrige aktører. I et slikt marked vil prisene som etableres i åpningsauksjonen normalt tillegges betydelig informasjonsverdi av markedsaktørene. Dette skiller seg vesentlig fra saksforholdet i Triton-dommen, som gjaldt én enkeltstående transaksjon i obligasjonsmarkedet. Dette er et marked som etter sin art er mer illikvid, mindre transparent og preget av forhandlingsdrevet prisdannelse, og hvor markedsaktørene i mindre grad kan legge vekt på rapporterte kurser sammenliknet med aksjemarkedet.

Det fremkommer av samme uttalelse punkt 54 at det ved vurderingen av om en reell transaksjon utgjør markedsmanipulasjon, må tas hensyn til behovet for å hindre en anvendelse som avskrekker normal markedsaktivitet. Dette er ikke tilfelle i foreliggende sak, ettersom det er tale om et betydelig antall tilfeller hvor dine kjøp utgjorde mer enn halvparten av omsetningen i åpningsauksjonen og påvirket åpningskursen med mer enn én prosent målt mot både foregående dags sluttkurs og samme dags VWAP, samt at dagens høyeste omsetningskurs ble satt i åpningsauksjonen.

Finanstilsynet legger videre vekt på at kjøpene ble gjennomført på et tidspunkt der referansepriser i markedet fastsettes, og de har påvirket referanseverdier for NEXT-aksjen, som åpningskurs og dagens høyeste kurs. At transaksjoner gjennomføres rundt tidspunkt for fastsettelse av referansekurser, er også omtalt som en indikator på manipulerende atferd i vedlegg I til MAR bokstav A alternativ g). Når du som en enkelt aktør har handlet i åpningsauksjonen på en måte som har påvirket nevnte referanseverdier, er dette egnet til å gi markedet et villedende bilde av etterspørselen og kursen i NEXT-aksjen.

Til ditt argument om at åpningskursen ikke utgjør en like sterk referanseverdi som for eksempel sluttkursen, vil Finanstilsynet bemerke at åpningskursen setter handelsdagens første kurs i det aktuelle instrumentet og benyttes av markedsaktører som en referanse for videre handel i aksjen, se punkt 3.2 ovenfor. At åpningskursen er en sentral referanseverdi støttes også av at MAR artikkel 12 nr. 2 bokstav b) uttrykkelig nevner kjøp eller salg ved markedets åpning eller stenging som et eksempel på atferd som kan utgjøre markedsmanipulasjon, dersom det har eller er egnet til å ha den virkning at investorer som handler på grunnlag av oppgitte kurser, herunder åpnings- og sluttkurser, villedes.

Finanstilsynet viser videre til at du har hatt en betydelig kjøpsposisjon i NEXT og handlet i åpningsauksjonen på en måte som har hatt betydelig påvirkning på åpningskursen i aksjen, som er en av indikatorene på manipulerende atferd i MAR, jf. vedlegg I til MAR bokstav A alternativ b). At påvirkningen har vært betydelig, underbygges av omfanget av dine kjøp som har hatt en kurseffekt som redegjort for ovenfor.

Du anfører at det er andre faktorer som har spilt en vesentlig rolle for åpningskursen i NEXT, som positiv meldingsstrøm fra NEXT og positiv utvikling for beslektede selskaper, samt utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet kvelden før. Finanstilsynet finner dette ikke forenelig med at du gjennom dine kjøp har skapt en oppgang i åpningsauksjonen sammenliknet med dagens VWAP på et så høyt antall handelsdager som saken omfatter.

Dersom det skulle være tilfelle at slike andre faktorer har påvirket aksjekursen, er det nærliggende å anta at disse ville vært reflektert i samme dags VWAP. Selv om eksterne markedsfaktorer kan påvirke kursdannelsen, finner Finanstilsynet at omfanget og hyppigheten av kurseffekten i åpningsauksjonen sett opp mot ditt handelsvolum i åpningsauksjonen på kurser som overstiger både gårsdagens sluttkurs og samme dags VWAP, ikke kan forklares fullt ut av slike forhold.

Du skriver at det er viktig for deg at NEXT er riktig priset. Det er ikke helt klart for Finanstilsynet hva du sikter til med denne anførselen, men Finanstilsynet vil likevel bemerke at det ikke er slik at en investor kan forsøke å påvirke kursen ut fra en subjektiv vurdering av hvor kursen burde ligge.

Finanstilsynet er enig i at lav likviditet og stor spread kan medføre større utslag. Finanstilsynet finner likevel at dine kjøp i åpningsauksjonen, sett i lys av tidspunktet de ble gjennomført, volumandel og kurseffekt, var egnet til å gi villedende signaler om etterspørsel og kursen i NEXT.

Du har videre pekt på at det ikke var grunn til at selgere skulle selge til lavere priser enn du var villig til å kjøpe for. Finanstilsynet bemerker at spørsmålet i saken ikke er om selgere kunne ha lagt inn andre ordrer, men om dine kjøp, slik de faktisk ble gjennomført, var egnet til å gi markedet villedende signaler om etterspørselen og kursen i NEXT.

Du anfører at det sentrale elementet som må til for å gjøre en situasjon manipulativ, er at det genereres en avledet gevinst som direkte konsekvens av den aktuelle åpningskursen. Du anfører at en besparelse av marginkrav ikke utgjør en slik direkte avledet gevinst som kan knyttes til åpningskursen. Finanstilsynet er uenig i at det er et sentralt element at det må konstateres en slik direkte avledet gevinst for at det skal kunne foreligge markedsmanipulasjon. Det sentrale for vurderingen av om det foreligger markedsmanipulasjon, er om dine kjøp i åpningsauksjonen, har hatt den virkningen som er oppstilt i MAR artikkel 12 nr. 1 a) i).

Som redegjort for ovenfor, er det Finanstilsynets vurdering at dine kjøp i åpningsauksjonen som er gjenstand for saken har vært egnet til å gi uriktige eller villedende signaler på aksjekursen i NEXT.

Forbudet mot markedsmanipulasjon er objektivt og virkingsorientert, og subjektive elementer er hverken tilstrekkelige eller nødvendige for å konstatere at det at foreligger markedsmanipulasjon. Subjektive elementer kan derimot inngå som supplerende momenter ved vurderingen, se EFTA-domstolens rådgivende uttalelse punkt 60. Finanstilsynet finner det ikke nødvendig å konkludere på hva dine motiver har vært, men finner likevel grunn til å påpeke at du har belånt dine NEXT-aksjer og fått gjentatte varsler om brudd på marginkrav som følge av den fallende aksjekursen i NEXT. Dette kan etter Finanstilsynets vurdering tilsi at dine aksjekjøp har blitt utført for å løfte aksjekursen i et forsøk på å begrense ytterligere marginkrav på den belånte porteføljen.

Videre har du solgt store poster i samme periode, slik at økningen i din totale eksponering i NEXT-aksjen er svært begrenset sammenliknet med antall aksjer du har kjøpt. Det vises her til at du i perioden som saken gjelder har kjøpt 20.500.751 aksjer og solgt 19.229.308 aksjer, slik at netto økning i din eksponering i NEXT-aksjen i perioden utgjorde 1.271.443 aksjer. Motivet for dine aksjekjøp kan derfor synes å være et ønske om å etablere aksjekursen på et visst nivå, framfor å øke ditt eierskap.

Dette underbygges videre av at du i flere telefonsamtaler med megler i mai 2025 uttrykte at du ønsket å redusere eksponeringen din og at du også har solgt aksjer på lavere kurser enn du har kjøpt til. Megler reagerte ved flere anledninger på handelsmønsteret ditt og ba deg om å slutte med det for å ikke dra opp kursen, og advarte deg om at det kunne utgjøre markedsmanipulasjon.

Etter Finanstilsynets vurdering underbygger disse omstendighetene at dine kjøp i åpningsauksjonen var egnet til å gi falske eller villedende signaler om etterspørselen og kursen på NEXT-aksjen.

Finanstilsynets konklusjon er etter dette at de 42 aksjekjøpene du har foretatt i åpningsauksjonen i perioden fra 2. september 2024 til 30. juni 2025 og som har påvirket åpningskursen i NEXT sammenliknet både med gårsdagens sluttkurs og samme dags VWAP, samt satt dagens høyeste kurs, var egnet til å gi falske eller villedende signaler om NEXT-aksjen i henhold til MAR artikkel 12 nr. 1 a) i).

5.1.1.2 Kurssikring

Finanstilsynet har også sett på om de mange aksjekjøpene du har foretatt i perioden fra 2. september 2024 til 30. juni 2025 var egnet til å sikre aksjekursen i NEXT på et unormalt eller kunstig nivå i henhold til MAR artikkel 12 nr. 1 a) ii).

Det oppstilles to vilkår for at inngåelse av en transaksjon, plassering av en handelsordre eller enhver annen atferd kan anses for å utgjøre markedsmanipulasjon etter denne bestemmelsen; handlingen må "sikre eller være egnet til å sikre kursen" på et eller flere finansielle instrumenter og dette må skje på et "unormalt eller kunstig nivå".

Det følger av rettspraksis at det er tilstrekkelig at man "sikrer" kursen kun for en kort periode for at vilkåret skal være oppfylt, jf. blant annet EU-domstolens dom i IMC Securities (C-445/09). Videre fremgår det av EFTA-domstolens rådgivende uttalelse punkt 70 at hvis prisen på en transaksjon har avgjørende betydning for prisen i påfølgende transaksjoner, vil kursen være sikret.

Du har som nevnt skapt en kurseffekt, målt mot både gårsdagens sluttkurs og samme dags VWAP, i 42 åpningsauksjoner i NEXT-aksjen i perioden, som følge av at du har stått for mer enn 50 prosent av det gjennomførte handelsvolumet i auksjonen. Det vises til den nærmere redegjørelsen for dette i punkt 3.4.1 ovenfor. Åpningskursen setter handelsdagens første kurs og benyttes av markedsaktører som en referanse for videre handel i NEXT-aksjen, jf. redegjørelsen i punkt 5.1.1.1 ovenfor. Etter Finanstilsynets vurdering har dine kjøp i åpningsauksjonen derfor hatt avgjørende betydning for prisen i påfølgende transaksjoner i NEXT-aksjen, og dermed blitt sikret i henhold til MAR artikkel 12 nr. 1 a) ii) på de nivåene som fremgår av Tabell 1.

EFTA-domstolen har i ovennevnte rådgivende uttalelse punkt 74 og 75 presisert at vurderingen av om en kurs er «unormal» eller «kunstig» kan foretas på grunnlag av én enkelt handelsordre eller transaksjon. Domstolen fremhever samtidig at det beror på en konkret vurdering hvilke signaler og faktorer som er relevante i den enkelte sak. Det vises til at slike faktorer kan være sammenligning med tidligere meldte kurser og endringer i handels- og markedsforhold, både for det aktuelle markedet og for det finansielle instrumentet og dets utsteder. EFTA-domstolen viser til at flere av signalene i bestemmelsen om kurssikring ikke bare forutsetter at det har funnet sted en kursendring, men at denne må være vesentlig for at kursen skal anses unormal eller kunstig.

I foreliggende sak er dine kjøp i åpningsauksjonen som er gjenstand for saken gjort på kursnivåer som overstiger både gårsdagens sluttkurs og samme dags VWAP i NEXT med mer enn én prosent. Videre utgjorde åpningskursen den høyeste omsetningskursen i NEXT-aksjen de aktuelle handelsdagene. Etter Finanstilsynets vurdering innebærer dette en vesentlig kursendring og at kursen gjennom kjøpene i åpningsauksjonen var egnet til å bli sikret på et unormalt eller kunstig nivå.

At kursen ikke har holdt seg på de nivåene du har etablert gjennom åpningsauksjonen, men falt etter at høyeste omsetningskurs ble satt, underbygger etter Finanstilsynets vurdering at kursfastsettelsen i auksjonen ikke var uttrykk for en markedskurs basert på normalt tilbud og etterspørsel. Senere kursutvikling samme handelsdag indikerer snarere at prisnivået var avgrenset til det tidsrommet hvor dine kjøp dominerte handelen i NEXT-aksjen. Det vises i denne sammenheng til at kursen falt etter åpningsauksjonen på de 42 handelsdagene det er redegjort for ovenfor og at åpningskursen utgjorde dagens høyeste omsetningskurs i NEXT-aksjen. Dette støtter Finanstilsynets vurdering av at kursen ble sikret på et unormalt eller kunstig nivå.

Du har utført handlene i et konsentrert tidsrom ved å kjøp i åpningsauksjonen, og disse har som beskrevet medført kursendringer som senere har blitt reversert. Dette er en indikator på markedsmanipulasjon, jf. vedlegg I til MAR bokstav A alternativ e).

På denne bakgrunn er Finanstilsynets konklusjon at de 42 aksjekjøpene du har foretatt i perioden fra 2. september 2024 til 30. juni 2025 og som har påvirket åpningskursen i NEXT sammenliknet både med gårsdagens sluttkurs og samme dags VWAP, var egnet til å sikre aksjekursen i NEXT på et unormalt eller kunstig nivå i henhold til MAR artikkel 12 nr. 1 a) ii).

5.1.2 De subjektive vilkårene for ileggelse av overtredelsesgebyr

Finanstilsynets vurdering er at du gjennom handlene du har gjennomført privat eller gjennom dine selskaper har hatt til hensikt å påvirke åpningskursen i NEXT-aksjen i positiv retning. Det vises her til at atferden har vært omfattende, systematisk og gjentakende over tid. Finanstilsynet finner det heller ikke her nødvendig å konkludere på hva dine motiver for atferden har vært, og viser til punkt 5.1.1.1 ovenfor vedrørende dette.

Du opplyser at du ikke har hatt til hensikt å sikre kursen i NEXT på et spesielt nivå. Til dette vil Finanstilsynet bemerke at du ved flere anledninger ble advart av megler om handelsmønsteret ditt og at dette kunne utgjøre markedsmanipulasjon. Til tross for dette, har du fortsatt handelsmønsteret ditt gjennom andre meglerforetak.

Finanstilsynet vurderer at du på tidspunktet for handlene anså at dine aksjekjøp med sannsynlighet var egnet til å gi falske eller villedende signaler om etterspørselen og kursen på aksjene, og også var egnet til å sikre kursen i NEXT på et unormalt eller kunstig nivå. Det legges derfor til grunn at overtredelsen av forbudet mot markedsmanipulasjon har skjedd forsettlig.

Finanstilsynets konklusjon er derfor at de subjektive vilkårene for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon er oppfylt, jf. vphl. § 21-9.

5.2 Vurdering av om overtredelsesgebyr skal ilegges og gebyrets størrelse

Som det fremkommer ovenfor anser Finanstilsynet at de objektive og subjektive vilkårene for å legge overtredelsesgebyr er oppfylt.

Finanstilsynets vurdering er at allmennpreventive hensyn og ivaretagelsen av markedets integritet tilsier at Finanstilsynet ilegger et overtredelsesgebyr i denne saken. Finanstilsynet viser i den forbindelse til at forbudet mot markedsmanipulasjon, sammen med forbudet mot innsidehandel og ulovlig spredning av innsideinformasjon, er en av de helt sentrale bestemmelsene i MAR, og har den høyeste grensen for utmåling av overtredelsesgebyr.

Vphl. § 21-14 gir anvisning på en rekke momenter som Finanstilsynet kan ta i betraktning ved vurderingen av om overtredelsesgebyr skal ilegges og ved utmålingen av gebyret. Oversikten over momenter er ikke uttømmende, og vurderingen må gjøres basert på konkret grunnlag i den enkelte sak.

Finanstilsynet anser overtredelsen for å være alvorlig, ettersom det er tale om handler av både omfang og hyppighet i NEXT-aksjen. Videre tillegger Finanstilsynet graden av subjektiv skyld vekt i skjerpene retning.

Du er bosatt i Sveits, så det foreligger ikke tilgjengelige opplysninger om din økonomiske stilling.

Ut fra en konkret helhetsvurdering av forholdene i saken, anser Finanstilsynet en gebyrstørrelse på 500 000 norske kroner som passende.

6 Vedtak om overtredelsesgebyr

Ut fra de forhold som er omtalt, ilegger Finanstilsynet [redacted] et overtredelsesgebyr på 500 000 kroner for overtredelse av forbudet mot markedsmanipulasjon i MAR artikkel 15, jf. artikkel 12 nr.1 a) jf. vphl. § 3-1.

Hjemmelen for å ilegge overtredelsesgebyr er vphl. § 21-1.

Dette vedtaket kan påklages innen 3 uker etter at vedtaket er mottatt. En eventuell klage sendes Finanstilsynet. Klageinstans er Finansklagenemnda. Forvaltningsloven §§ 18 og 19, om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter, gjelder.

Overtredelsesgebyrer innkreves av Skatteetaten ved Statens innkrevingssentral. I tilfeller der vedtaket ikke påklages vil Statens innkrevingssentral sende krav om betaling umiddelbart etter klagefristens utløp. I tilfeller der vedtaket påklages, sendes et eventuelt krav etter at klagen er avgjort av Finanstilsynsklagenemnda. Statens innkrevingssentrals frist for betaling er 3 uker etter at faktura er sendt.

Finanstilsynet gjør oppmerksom på at vedtaket om illeggelse av overtredelsesgebyr er offentlig og vil bli publisert på Finanstilsynets nettsider.

For Finanstilsynet

Marte Voie Opland
direktør for markedstilsyn

Thomas Borchgrevink
seksjonsleder

Dokumentet er godkjent elektronisk.

Kopi til:

[REDACTED]
Elden Advokatfirma AS

[REDACTED]