



DNB Bank ASA
Postboks 1600 Sentrum
0021 OSLO

VÅR REFERANSE
21/3385

DERES REFERANSE

DATO
21.01.2022

Tilsynsrapport

1. Innledning

Den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo (tidligere Merkur Market) fikk i 2020 økt oppmerksomhet fra utstedere og investorer, med en kraftig økning i antall utstederselskaper tatt opp til handel. Som ledd i det generelle tilsyn med verdipapirmarkedet i Norge, har Finanstilsynet sett nærmere på opptaksprosesser og verdipapirtransaksjoner knyttet til utvalgte utstederselskaper som er tatt opp til handel på Merkur Market/Euronext Growth Oslo (i det følgende også omtalt som Handelsplassen) i 2020-2021. Finanstilsynet har som ledd i sine undersøkelser gjennomført tematisyn med Oslo Børs (som markedsoperatør for Euronext Growth Oslo) og de verdipapirforetakene og revisjonsselskapene som har vært involvert i de aktuelle prosessene.

Finanstilsynet har i denne forbindelse gjennomført et dokumentbasert tematisyn med DNB Bank ASAs forretningsområde DNB Markets (heretter omtalt som Foretaket). Tematisynet dekket primært forhold knyttet til Foretakets rolle som Merkur Advisor/Euronext Growth Advisor og Manager for transaksjoner relatert til de tre utvalgte utstederselskapene Aker Horizons AS, The Kingfish Company N.V. og Salmon Evolution Holding AS.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 8. november 2021 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 9. desember 2021 (Tilsvaret).

Foretaket har konsesjon til å tilby investeringstjenestene 1, 2, 3, 5, 6 og 7 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), samt de tilknyttede tjenestene 1, 3, 4, 5, 6 og 7 som nevnt i vphl. § 2-6 (1).

2. Interessekonflikter

2.1 Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak 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).

Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1), og å innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller

foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 2. Dersom tiltakene etter sistnevnte bestemmelse ikke med rimelig sikkerhet forhindrer risiko for at kundens interesser blir skadelidende, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter, og om tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen jf. vphl. § 10-2 (2). Opplysningene skal gis på et varig medium, og de skal være tilstrekkelig detaljerte til at kunden ut fra sine forutsetninger kan ta en velbegrunnet beslutning om den tjenesten interessekonflikten gjelder, jf. vphl. § 10-2 (3). Foretaket skal 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, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1.

Det følger av delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565 (Kommisjonsforordningen) artikkel 33 bokstav c, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2, at verdipapirforetak skal vurdere om foretaket har finansielle eller andre grunner til å favorisere interessen til en annen kunde eller kundegrupper framfor interessene til kunden.

Kommisjonsforordningen stiller videre krav til at verdipapirforetak skal ha effektive og skriftlige retningslinjer som regulerer interessekonflikter. Retningslinjene skal være tilpasset foretakets størrelse og organisering, og virksomhetens art, omfang og kompleksitet. Retningslinjene skal beskrive hvilke omstendigheter som utgjør eller kan føre til en interessekonflikt som medfører risiko for at kunders interesser skades, og angi fremgangsmåter og tiltak for å forebygge eller håndtere slike konflikter, jf. Kommisjonsforordningen artikkel 34 (1) og (2), jf. vpf. § 2-2. Verdipapirforetak skal regelmessig og minst en gang i året vurdere retningslinjene og rette eventuelle mangler, jf. (5).

2.2 Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor

Foretaket har vært Euronext Growth Advisor for Aker Horizons AS og (under Handelsplassens tidligere regelverk) Merkur Advisor for The Kingfish Company N.V. og Salmon Evolution Holding AS.

Det følger av Euronext Growth Oslo Regelbok II pkt. 2.1.1 at en utsteder som søker opptak til handel på Euronext Growth Oslo skal inngå en oppdragsavtale med en Euronext Growth Advisor. Euronext Growth Advisor skal bistå utsteder frem til opptak til handel finner sted, med forberedelser, kvalitetssikring av utstедers og aksjenes egnethet for opptak til handel, samt utarbeidelse av dokumentasjon i opptaksprosessen. I veiledningen til bestemmelsen er rollen utdypet til å *"klargjøre og veilede Utstedere som ønsker opptak til handel. Bistand fra en finansiell tilrettelegger til utarbeidelsen av søknad og Informasjonsdokument kan for mange Utstedere lette arbeidsomfanget, samtidig som kvalitetssikringen av Utstederes egnethet styrkes"*. Regelverket fastsetter dermed at Euronext Growth Advisors rolle er å bistå utstederselskapet.

Euronext Growth Advisor har samtidig også oppgaver overfor Handelsplassen i forbindelse med opptaksprosessen. Det fremgår av Euronext Growth Oslo Notis 2.2 pkt. 1 (4) at Euronext Growth Advisor skal, etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utstederen, bekrefte i søknaden at utstederen tilfredsstillende alle vilkår for opptak til handel, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel på Euronext Growth Oslo. Det fremgår videre av Notis 2.2 pkt. 3 at Euronext Growth Advisor er ansvarlig for å vurdere omfanget av due diligence-undersøkelsene (i det følgende også omtalt som DD) i samråd med utstederen. Det er i veiledningen til bestemmelsen presisert at *"Omfanget av due diligence vil således bero på Euronext Growth Advisors kunnskap om Utsteder og behov for informasjon for å kunne ivareta sine plikter som Euronext Growth Advisor i opptaksprosessen. Dette tilsier at due diligence i noen saker vil*

kunne få et betydelig omfang, mens det i andre og helt særskilte tilfeller, der Euronext Growth Advisor har inngående kjennskap til Utstederen, ikke anses som like påkrevet med en formell due diligence". I tillegg skal Euronext Growth Advisor kontrollere informasjonsdokumentet og "bekrefte overfor Oslo Børs at slik kontroll er gjennomført i forbindelse med at endelig Informasjonsdokument og utfylt sjekklister oversendes", jf. Regelbok II pkt. 2.3 (1).

2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Foretaket har som nevnt vært Merkur Advisor/Euronext Growth Advisor for de tre utstederselskapene. Foretaket har også tilrettelagt og plassert rettede emisjoner for de tre utstederselskapene rett i forkant av opptak av de tre selskaperes aksjer til handel på Handelsplassen.

Foretakets roller som tilrettelegger og plasserer av aksjeemisjoner i tilknytning til opptaksprosessen, og som Euronext Growth Advisor med oppgaver både overfor utstederselskapet og Handelsplassen, innebærer interessekonflikter som må identifiseres og håndteres.

Som tilrettelegger og plasserer på vegne av utstederkunder står Foretaket overfor en konflikt mellom utstederkundens interesse i å oppnå en vellykket plassering av den aktuelle emisjonen på enklest, rimeligst og hurtigst vis til høyest mulig kurs, og investorkundenes interesse i å fatte en informert investeringsbeslutning (jf. vphl. § 10-10 (7)) og gjøre en investering til lavest mulig kurs.

Som Euronext Growth Advisor står Foretaket også overfor en konflikt mellom utstederkundens interesse i å oppnå en vellykket opptaksprosess på enklest, rimeligst og hurtigst vis og Handelsplassens interesse i at selskapene tatt opp til handel tilfredsstiller Handelsplassens opptaksvilkår og at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning (jf. vphl. § 9-26 (1) nr. 2). Foretaket har, i egenskap av Euronext Growth Advisor, påtatt seg plikter overfor Handelsplassen og har bekreftet overfor Handelsplassen at det vurderer vilkårene for opptak til handel som oppfylt for de to utstederselskapene. Selv om Handelsplassen i denne sammenheng ikke kan anses som en kunde av Foretaket, plikter Foretaket å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. Foretaket plikter, i sin rolle som Euronext Growth Advisor, å ivareta Handelsplassens interesser og bidra til at hensynet til å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter ivaretas (jf. vphl. § 10-9 (1), se vphl. § 1-1).

Finanstilsynet har gjennomgått Foretakets instruks knyttet til håndtering av interessekonflikter. Instruksene er mottatt i forbindelse med et tidligere gjennomført tematisyn i 2019/2020. Finanstilsynet skrev i Rapporten at Foretaket har identifisert interessekonflikten mellom utstederkunden og investorkundene, og beskrevet tiltak for å håndtere denne. Finanstilsynet skrev videre at Foretaket ikke ser ut til å ha identifisert interessekonflikten knyttet til sin rolle som Euronext Growth Advisor, og at det dermed heller ikke ser ut til å ha beskrevet tiltak for å håndtere denne.

Basert på de gjennomgåtte instruks var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har identifisert eller håndtert interessekonflikten knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor, og at Foretaket dermed ikke har påsett at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Det var videre Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har sørget for tilstrekkelige retningslinjer knyttet til interessekonflikter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og Kommisjonsforordningen artikkel 34.

2.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det er korrekt at interessekonflikten knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor ikke er nevnt spesifikt i instruksene. Foretaket er imidlertid ikke enig i at konflikten ikke har vært identifisert eller håndtert, og anfører at *"Etter vårt syn foretar DNB de vurderingene som nettopp er nødvendig for å ivareta markedets integritet på beste måte, og DNB deler derfor ikke Finanstilsynets syn om at regler for god forretningsskikk er brutt kun fordi rollen som Euronext Growth Advisor ikke spesifikt er nevnt i en instruks"*. Foretaket redegjør i Tilsvaret for vurderingene som gjøres i tilknytning til et potensielt utstederoppdrag, herunder eventuell behandling i Foretakets engasjementskomite. Foretaket skriver videre at *"Markets har vurdert rollen som Euronext Growth Advisor som en naturlig del av tilretteleggertjenesten hvor det å ivareta markedets integritet er en viktig del. Selv om Markets ikke uttrykkelig har nevnt den særskilte interessekonflikten knyttet til vårt kontrollansvar som Euronext Growth Advisor opp mot Oslo Børs i våre rutiner for interessekonflikter, er likevel denne interessekonflikten håndtert som en naturlig og integrert del av vår grundige seleksjon av hvilke oppdrag Markets påtar seg og hvilke oppdrag vi avstår fra"*.

Foretaket opplyser at instruksene nå er oppdatert, slik at interessekonflikten knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor er beskrevet eksplisitt, sammen med konkrete tiltak for å håndtere denne.

2.5 Finanstilsynets konklusjon

Foretaket erkjenner at den konkrete interessekonflikten knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor ikke har vært beskrevet i Foretakets instruks, men anfører at det har vært bevisst denne konflikten. Foretaket viser i denne forbindelse til vurderingene som gjøres i tilknytning til et potensielt utstederoppdrag, og at denne interessekonflikten har vært håndtert som en del av tilretteleggeransvaret.

Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor innebærer som nevnt både at det skal bistå utstederselskapet i opptaksprosessen og at det – etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utsteder – skal bekrefte overfor Handelsplassen at utstederselskapet tilfredsstillende vilkårene, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel. Det hviler dermed et stort ansvar på Foretaket, for blant annet å vurdere hvilket omfang av due diligence undersøkelser som er *tilstrekkelig* og for Foretakets rådgivning overfor utstederselskapet knyttet til vurdering av *vesentlighet* i forbindelse med opplysninger som gis i informasjonsdokumentet. Det er dermed svært viktig at verdipapirforetak som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor har høy bevissthet om den interessekonflikten dette innebærer. At et foretak gjør grundige vurderinger av en potensiell oppdragsgiver og transaksjon i forkant av en mulig oppdragsavtale, er ikke nødvendigvis ensbetydende med at foretaket er bevisst og fokusert på denne konkrete og iboende interessekonflikten. Finanstilsynet forventer at denne typen konflikter beskrives eksplisitt i Foretakets instruksamling, sammen med konkrete tiltak for å håndtere denne.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for tilstrekkelige retningslinjer knyttet til interessekonflikter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og Kommisjonsforordningen artikkel 34. Finanstilsynet imøteser Foretakets justerte instruks på dette området.

3. Opplysninger til kunder – Foretakets ansvar

3.1 Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1).

I henhold til vphl. § 10-10 (1) og (2) skal verdipapirforetak påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende, og at kunder og potensielle kunder i god tid før det ytes investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste gis relevant informasjon om blant annet finansielle instrumenter, foreslåtte investeringsstrategier og alle kostnader og gebyrer i samsvar med nevnte bestemmelse. Det presiseres i vphl. § 10-10 (4) at informasjonen om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier skal omfatte hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumentene eller foreslåtte investeringsstrategiene, og informasjon om det finansielle instrumentet er tiltenkt ikke-profesjonelle eller profesjonelle kunder. Ved utformingen av informasjonen skal den identifiserte målgruppen av slutt kunder tas i betraktning, jf. vphl. § 10-9 (2).

Opplysningene skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en rimelig mulighet til å forstå arten av og risikoen forbundet med investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og på denne bakgrunn være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, jf. vphl. § 10-10 (7).

Kommisjonsforordningen presiserer blant annet at all informasjon til kunder og potensielle kunder skal være korrekt, godt synlig og forståelig for den gjennomsnittlige mottaker. Kommisjonsforordningen artikkel 44, jf. vpf. § 2-2, fastsetter blant annet at:

1. *Investment firms shall ensure that all information they address to, or disseminate in such a way that it is likely to be received by, retail or professional clients or potential retail or professional clients, including marketing communications, satisfies the conditions listed out in paragraph 2 to 8.*
2. *Investment firms shall ensure that the information referred to in paragraph 1 complies with the following conditions:*
 - b) *the information is accurate and always gives a fair and prominent indication of any relevant risks when referring any potential benefits of an investment service or financial instrument,*
 - d) *the information is sufficient for, and presented in a way that is likely to be understood by, the average member of the group to whom it is directed, or by whom it is likely to be received,*
 - e) *the information does not disguise, diminish or obscure important items, statements or warnings,"*

3.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Det fremgår av informasjonsdokumentet (Information Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Aker Horizons AS at *"No representation or warranty, express or implied, is made by the Euronext Growth Advisors as to the accuracy, completeness or verification of the information set forth herein [...] The Euronext Growth Advisors assume no responsibility for the accuracy or*

completeness or the verification of this Information Document and accordingly disclaim, to the fullest extent permitted by applicable law, any and all liability whether arising in tort, contract or otherwise which they might otherwise be found to have in respect of this Information Document or any such statement". Tilsvarende tekst fremgår av informasjonsdokumentene (Admission Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av The Kingfish Company N.V. og Salmon Evolution Holding AS.

Utstederselskapers opptak til handel på Euronext Growth Oslo innebærer som hovedregel at det gjennomføres en emisjon og/eller aksjesalg rett i forkant av offentliggjøring av informasjonsdokumentet. Verdipapirforetak som har påtatt seg rollen som Euronext Growth Advisors forestår som regel også tilrettelegging og plassering av de aktuelle emisjonene/aksjesalgene. Foretaket har som nevnt vært både Euronext Growth/Merkur Advisor og tilrettelagt/plassert emisjoner for de tre utstederselskapene.

Verdipapirforetak som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor bistår blant annet med utarbeidelse og kvalitetssikring av dokumentasjon og informasjonsdokument, er ansvarlig for at det gjennomføres tilstrekkelig DD-undersøkelser, og bekrefter overfor Handelsplassen at utsteder tilfredsstillende alle vilkår for opptak til handel. Finanstilsynet la til grunn i Rapporten at brukerne av informasjonsdokumentet dermed har en berettiget forventning om at verdipapirforetaket har gjort en forsvarlig kvalitetssikring av opplysningene som gis.

Finanstilsynet la videre til grunn at når et verdipapirforetak yter investeringstjenesten plassering av finansielle instrumenter, og dermed påtar seg en mellommannsrolle mellom et utstederselskap og investorer, så har de potensielle investorene en berettiget forventning om at foretaket – gjennom grundige og selvstendige undersøkelser av utstederselskapet – kvalitetssikrer informasjonen som inngår i tilbudet det har påtatt seg å formidle. Rekkevidden av undersøkelsesplikten vil avhenge av konkrete forhold ved den enkelte emisjon og det enkelte utstederselskap.

Finanstilsynet viste i denne forbindelse også til Verdipapirforetakenes Forbunds (VPFF) anbefaling nr. 12, om gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo. Det fremgår av pkt. 1 at anbefalingen gir retningslinjer for gjennomføring av DD *"ved en notering på Euronext Growth Oslo med tilhørende emisjon eller nedsalg"*, og det fremheves at *"tilrettelegger [har] et ansvar for å sikre at riktig informasjon, herunder risikoforhold ved utsteder, gis til investorer"*.

Finanstilsynet understreket at Foretakets undersøkelsesplikt, sammenholdt med Foretakets plikt til å påse at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt og balansert og at markedets integritet ivaretas på beste måte, medfører at Foretaket ikke kan fraskrive seg ethvert ansvar for informasjon som gis om utstederkunden, slik Foretaket gjør i de tre nevnte informasjonsdokumentene.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten at Foretakets generelle og vidtrekkende ansvarsfraskrivelse i de tre nevnte informasjonsdokumentene, hva gjelder den informasjon som gis om Foretakets utstederkunder til Foretakets investorkunder/potensielle investorkunder og andre brukere av dokumentene, ikke er i samsvar med verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) og (2).

3.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det *"ser de utfordringer som Finanstilsynet påpeker. Teksten det vises til er imidlertid en innarbeidet bransjepraksis som de fleste tilretteleggere har benyttet og*

fortsatt benytter ved Euronext Growth-noteringer og i ordinære prospekter ved børsnoteringer. Det er satt i gang et tiltak i VPFH hvor det blant annet diskuteres hvordan en slik ansvarsbegrensning bør utformes. Markets vil følge den praksis og rette seg etter de tiltakene som det blir enighet om i VPFH og som omfatter deres medlemsforetak. Markets vil i tillegg foreta en selvstendig vurdering av om de tiltak som foreslås er tilstrekkelig".

Foretaket viser videre til Finanstilsynets foreløpige vurdering om Foretakets plikt til å påse at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt og balansert, og bemerker at *"I henhold til Verdipapirhandelloven § 10-10 skal informasjon til kunder være «balansert, klar og ikke villedende». Det er kun selskapet som kan stå inne for at informasjonen de har avgitt fullt ut er korrekt. Tilretteleggere og rådgivere er prisgitt at selskapene oppgir riktig og fullstendig informasjon. Som tilrettelegger kan man ikke ta ubetinget ansvar for at informasjonen er korrekt eller at selskapene tilbakeholder informasjon"*.

3.4 Finanstilsynets konklusjon

Det er av avgjørende betydning for den generelle tilliten til markedet at investorer og andre aktører kan feste lit til de opplysningene som gis i forbindelse med opptaksprosesser/transaksjoner hvor verdipapirforetak har tatt på seg rollen som rådgiver og/eller tilrettelegger/plasserer.

Finanstilsynet har ikke innvendinger mot at Foretaket innenfor lovlige rammer regulerer og begrenser et eventuelt erstatningsansvar i informasjonsdokumentet. Ansvarsfraskrivelsene som er benyttet av Foretaket går imidlertid lenger enn lovlig under verdipapirhandellovens regler. Foretakets undersøkelsesplikt, sammenholdt med Foretakets plikt til å påse at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt og balansert og at markedets integritet ivaretas på beste måte, medfører at Foretaket ikke kan fraskrive seg ethvert ansvar for informasjon som gis om utstederkunden eller de finansielle instrumentene. Det er derfor Finanstilsynets konklusjon at Foretakets ansvarsfraskrivelse ikke er i samsvar med verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) og (2). Finanstilsynet forventer at verdipapirforetakene foretar selvstendige vurderinger av gjeldende regelverk, og at ansvarsfraskrivelsene i fremtidige informasjonsdokumenter ivaretar hensynet til investorbeskyttelse.

Foretaket anfører at verdipapirhandelloven oppstiller en plikt for verdipapirforetak til å påse at informasjon til kunder skal være *balansert, klar og ikke villedende* snarere enn *korrekt og balansert*. Finanstilsynet presiserer at det i forrige versjon av verdipapirhandelloven (av 29. juli 2007 nr. 75) fremgikk av § 10-11 (3) at Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er *korrekt, klar og ikke villedende*. Det fremgår av NOU 2017:1 pkt. 6.6.2.2 at det ikke ligger noen endring av gjeldende rett på dette området i nåværende verdipapirhandellov. Det vises her blant annet til at det i kommisjonsforordning C(2016) 2398 (senere (EU) 2017/565) i artikkel 44 er *"gitt detaljerte regler for hvilke krav som stilles for at informasjonen skal være korrekt, klar og ikke villedende"*, slik Finanstilsynet også har vist til under punkt 3.1.

4. Ansattes egenhandel

4.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-9. Etter vphl. § 10-9 (1) 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. Verdipapirforetak plikter videre å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre

eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1).

Etter vphl. § 9-16 (1) nr. 1, 2 og 6 skal verdipapirforetak 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 være oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum, jf. vphl. § 10-2. Foretaket plikter å ha tilfredsstillende interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter.

Verdipapirforetakenes krav til rutiner/prosedyrer/ordninger ("arrangements") i forbindelse med utarbeidelse og distribusjon av investeringsanalyser er nærmere presisert i Kommisjonsforordningen, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2. Forordningens artikkel 37 fastsetter at:

"1. Investment firms which produce, or arrange for the production of, investment research that is intended or likely to be subsequently disseminated to clients of the firm or to the public, under their own responsibility or that of a member of their group, shall ensure the implementation of all the measures set out in Article 34 (3) in relation to the financial analysts involved in the production of investment research and other relevant persons whose responsibilities or business interests may conflict with the interests of the persons to whom the investment research is disseminated. The obligations in the first subparagraph shall also apply in relation to recommendations referred to in Article 36 (2).

2. Investment firms referred to in the first subparagraph of paragraph 1 shall have in place arrangements designed to ensure that the following conditions are satisfied:

(a) Financial analysts and other relevant persons do not undertake personal transactions or trade, other than as market makers acting in good faith and in the ordinary course of market making or in the execution of an unsolicited client order, on behalf of any other person, including the investment firm, in financial instruments to which investment research relates, or in any related financial instruments, with knowledge of the likely timing or content of that investment research which is not publicly available or available to clients and cannot readily be inferred from information that is so available, until the recipients of the investment research have had a reasonable opportunity to act on it"

4.2 Foretakets instruks

Det fremgår av Foretakets instruks for ansattes egenhandel at: *"Alle ansatte skal innhente forhåndsgodkjennelse før handel foretas".* Det fremgår av samme instruks pkt. 4.7.3.4 at: *"Ansatte som arbeider med eller på annen måte har kjennskap til innholdet av en analyse eller rapport kan ikke handle for egen regning med finansielle instrumenter dersom den ansatte vet eller burde vite at Markets vil offentliggjøre en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument som vil kunne få innvirkning på kursen på instrumentet ved offentliggjøring. De nevnte ansatte kan heller ikke handle for egen regning med finansielle instrumenter samme dag foretaket offentliggjør en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument".*

4.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet viste i Rapporten til Foretakets instruks for ansattes egenhandel, pkt. 4.7.3.4, som presiserer at bestemmelsen gjelder for ansatte som arbeider med eller på annen måte har kjennskap til *innholdet* i en analyse. Finanstilsynet presiserte at det i henhold til Kommisjonsforordningens

artikkel 37, gjelder egenhandelsbegrensninger for ansatte som enten har kjennskap til *innholdet i eller det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring* av en analyse. Finanstilsynet trakk videre frem at Foretakets instruks angir en kvalifisering om at egenhandelsbegrensningene kun gjelder *"dersom den ansatte vet eller burde vite at Markets vil offentliggjøre en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument som vil kunne få innvirkning på kursen på instrumentet ved offentliggjøring"* (Finanstilsynets understrekning). Finanstilsynet presiserte at det i henhold til Kommisjonsforordningens artikkel 37, gjelder egenhandelsbegrensninger i tilfeller hvor innholdet i analysen *"is not publicly available or available to clients and cannot readily be inferred from information that is so available"*. Finanstilsynet bemerket at Foretakets gjeldende instruks for ansattes egenhandel dermed ikke ser ut til å være i tråd med gjeldene regelverk.

Finanstilsynet viste videre til VPFs anbefaling nr. 5 (Anbefalte retningslinjer for ansattes egenhandel) pkt. 6, som var gjeldende i perioden for de aktuelle egenhandlene, hvor det fremgår at *"Når foretaket har vært tilrettelegger eller medtilrettelegger ved en kapitalinnhenting eller av en børsintroduksjon, kan ansatte underlagt retningslinjene ikke kjøpe finansielle instrumenter utstedt av den aktuelle utsteder eller hvis verdi er avhengig av usteders aksjer, før dagen etter offentliggjøring av første periodiske rapportering/offentlig regnskapsrapport etter at transaksjonen er gjennomført"*. Anbefalingen er nylig endret med en utvidet ordlyd. Finanstilsynet bemerket at det ikke kan se at Foretaket har inntatt tilsvarende bestemmelse i sin instruks for ansattes egenhandel. En slik begrensning ville i tilfelle ha rammet åtte tilfeller av egenhandel fra Foretakets ansatte.

Finanstilsynet har mottatt transaksjonsoversikter for Foretakets ansattes egenhandler i aksjer i de tre undersøkte utstederselskapene. For det ene selskapet er det ikke opplyst om egenhandel, mens mottatt transaksjonsoversikt for de to andre selskapene viser at én av Foretakets ansatte har kjøpt aksjer i det ene selskapet første handelsdag på Handelsplassen, mens to av Foretakets ansatte har kjøpt aksjer i det andre selskapet første handelsdag på Handelsplassen. I tillegg er det fem tilfeller av egenhandler på senere tidspunkter. Finanstilsynet har mottatt utfylt og godkjent søknadsskjema for de aktuelle transaksjonene.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det har forstått det slik at gjeldende bransjepraksis i perioden for de aktuelle egenhandlene var 14 dagers analyse-blackout etter første handelsdag. Finanstilsynet viste til at dette også er bekreftet i diverse interne e-poster mottatt fra Foretaket, samt i Foretakets kronologiske gjennomgang av to av analyseprosessene. Finanstilsynet bemerket at det legger til grunn at Foretakets ansatte var kjent med denne praksisen, og at når første handelsdag på Handelsplassen var kjent så ville det være rimelig å anta at Foretakets første selskapsanalyse ville publiseres ikke lenge etter 14 dager (den ble i de to tilfellene publisert henholdsvis 14 dager og 17 uker etter første handelsdag). Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål om ikke de tre ansatte som kjøpte aksjer i selskapene første handelsdag hadde kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av analysen, jf. Kommisjonsforordningens artikkel 37.

4.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det har etablert en egenhandelsinstruks som gjelder for samtlige ca. 800 ansatte, uavhengig av funksjon og produktområde. Foretaket opplyser at det ved behandling av søknader om egenhandel vurderes om det foreligger potensielle interessekonflikter som tilsier at ansatte ikke bør handle. Foretaket poengterer at det gjøres en risikobasert vurdering hvor det legges vekt på etablerte informasjonssperrer mellom ulike virksomhetsområder og den ansattes rolle og tilgang til informasjon. Foretaket redegjør i Tilsvaret for de konkrete forhold som undersøkes, avhengig av den ansattes funksjon og produktområde, og presiserer at praktiseringen av egenhandelsreglene er særlig tilpasset Foretakets størrelse og det faktum at kun en meget begrenset

krets med ansatte er involvert i vurderingene rundt hvilke selskaper Foretaket skal ha analysedekning på, eller i utarbeidelsen av en konkret analyse. Det er Foretakets oppfatning at *"refererte egenhandelsregler ivaretar [at] Ingen ansatte med «kjennskap til innhold i eller det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av en analyse» vil få godkjent sin søknad i en periode hvor informasjon av denne typen eksisterer i Markets"*.

Når det gjelder Finanstilsynets henvisning til VPFfs anbefaling nr. 5 (Anbefalte retningslinjer for ansattes egenhandel) pkt. 6, skrev Foretaket at: *"Beslutningen om å avvike fra anbefalingen til VPFf på dette punktet ble tatt flere år tilbake. I den forbindelse påpekes det at dette er en Anbefaling fra VPFf og ikke en Standard. Medlemsforetakene hos VPFf varierer mye i størrelse og tjenester som tilbys, og Markets har derfor valgt en annen tilnærming til restriksjoner i etterkant av tilretteleggeroppdrag. Foretaket har strengere regler enn det VPFf sin anbefaling legger opp til på andre områder:*

- *Ansatte i Markets har lengre bindingstid (6 måneder) enn VPFfs anbefaling om 3 måneders bindingstid*
- *Ansatte i Equity Sales har forbud mot handel i norske aksjer*
- *IBD-ansatte har forbud mot handel i verdipapirer utstedt av selskaper innenfor den sektoren de jobber mot"*

Foretaket viste til de etablerte organisatoriske, systemmessige og fysiske informasjonssperrer mellom ulike virksomhetsområder, og påpekte at begrenset informasjonsflyt innad i Foretaket er et helt sentralt virkemiddel for å motvirke interessekonflikter. Foretaket anførte *"At et verdipapirforetak vurderer å ta opp dekning på et selskap som foretaket nylig har bistått i en noteringsprosess og mulig kapitalinnhenting, vil være helt naturlig og kjent markedspraksis. Markets sin oppfatning er derfor at ansatte som ikke er involvert i analyseprosessen, beslutninger om dekning, eller selve noteringsprosessen til selskapet, og heller ikke jobber i avdelinger sammen med de personene som er involvert i disse prosessene, ikke har annen informasjon enn andre investorer rundt «innholdet i eller det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av en analyse».* Formålet med reglene om stille perioder Side 20 av 21 er slik Markets ser det ment å fange ansatte som kan ha informasjon utover det som er kjent i markedet. Markets sin vurdering er at de ansatte som fikk godkjent sine egenhandelssøknader ikke har informasjon ut over det som er kjent i markedet. Det er for øvrig ikke slik at det er automatikk i at analyse publiseres 14 dager etter listing, eller i de påfølgende dagene. Det er flere noteringer som Markets har vært tilrettelegger for enten i 2020 eller 2021 sommer/tidlig høst hvor vi ennå ikke har tatt opp analysedekning".

Foretaket opplyste at det har en pågående revisjon av regler for ansattes egenhandel som følge av VPFfs nylig oppdaterte bransjeanbefaling.

4.5 Finanstilsynets konklusjon

Et bærende hensyn bak reglene om ansattes egenhandel er hensynet til den alminnelige tilliten til verdipapirmarkedet. Et sentralt formål med reglene er å hindre ansatte i verdipapirforetak å utnytte sin posisjon til å oppnå særlige fordeler når de handler finansielle instrumenter, samt å forhindre ansatte i å utnytte informasjon de mottar i sin stilling til egen fordel. Reglene skal således motvirke at ansatte foretar egenhandler som må antas å være i strid med foretakets eller kunders interesser, og å unngå risiko for at kundenes interesser og tilliten til markedet blir skadelidende. Egenhandler nært inntil offentliggjøring av en analyse hvor vedkommende faktisk har kunnskap om, eller hvor det kan skapes et inntrykk av at vedkommende har kunnskap om, innholdet i analysen eller sannsynlig

tidspunkt for offentliggjøring, er egnet til å svekke tilliten til Foretakets integritet spesielt og markedets integritet generelt.

Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse til etterretning. Finanstilsynet vil likevel presisere at verdipapirforetak skal sørge for at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum og at markedets integritet ivaretas på beste måte. Verdipapirforetak bør derfor følge en forsiktighetsnorm ved etablering og håndheving av interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter. Det er i foretakenes egen interesse at det ikke kan stilles spørsmål ved ansattes egenhandel.

Foretaket må for øvrig innta i instruksene for egenhandel ovennevnte temaer fra Kommisjonsforordningen knyttet til både *innholdet* i en analyse som ikke er offentlig tilgjengelig og *det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring* av en analyse. Finanstilsynet vil anbefale Foretaket også å innta i instruksene for egenhandel ovennevnte temaer fra VPFs anbefaling nr. 5 knyttet til egenhandel i perioden mellom "investment banking transaksjonen" og dagen etter offentliggjøring av selskapets neste delårsrapport.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Hedvig Vold
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.