



Oslo Børs ASA
Postboks 460 Sentrum
0105 OSLO
Att: Styrets leder

VÅR REFERANSE
21/3436

DERES REFERANSE

DATO
21.12.2021

Tilsynsrapport - Euronext Growth Oslo

1. Innledning

Som ledd i det generelle tilsynet med verdipapirmarkedet i Norge, gjennomfører Finanstilsynet i 2021 et tematisyn der det ser nærmere på opptaksprosesser og verdipapirtransaksjoner knyttet til utvalgte selskaper som er tatt opp til handel på den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo (tidligere Merkur Market) i 2020-2021. Finanstilsynet har i denne anledning henvendt seg til Oslo Børs ASA, som markedsoperatør for handelsplassen, og til de verdipapirforetakene og revisjonsselskapene som har vært involvert i de aktuelle prosessene.

Tilsynet med Oslo Børs har vært begrenset til spørsmål knyttet til opptaksprosessen på Euronext Growth Oslo, med fokus på handelsplassens regelverk og opptaksrutiner. I den anledning er Oslo Børs' ordning med Euronext Growth Advisors vurdert. Denne vurderingen tar kun utgangspunkt i Oslo Børs' egne forhold: Finanstilsynet har ikke vurdert spørsmål knyttet til Euronext Growth Advisors egen etterlevelse av lovverket og av Oslo Børs' regelverk. Som ledd i det overordnede tematisynet med opptaksprosesser mv. på Euronext Growth Oslo, pågår det også tilsyn hos flere av Euronext Growth Advisors.

Finanstilsynet har, i anledning tilsynet, innhentet dokumentasjon og informasjon fra Oslo Børs i flere omganger fra mars til oktober 2021. Herunder har Finanstilsynet, for å få oversikt over hvordan Oslo Børs gjennomfører opptakene i praksis, innhentet all dokumentasjon knyttet til Oslo Børs' opptak av fem selskaper som ble tatt opp til handel i perioden 2020-2021. Selskapene er Aker Horizons ASA, Flyr AS, Play Magnus AS, Huddly AS og GNP Energy AS. Det ble også avholdt et møte i Finanstilsynets lokaler 27. august 2021 mellom Finanstilsynet og Oslo Børs.

Oslo Børs mottok foreløpig tilsynsrapport 27. oktober 2021 og sendte sine kommentarer til denne rapporten ved brev av 30. november 2021. Oslo Børs, ved dets styre, har vurdert forholdene påpekt av Finanstilsynet i den foreløpige tilsynsrapporten og har besluttet å imøtekomme Finanstilsynet på samtlige punkter. Det ble i Oslo Børs' brev skissert hvilke tiltak som markedsoperatøren vil treffe for å imøtekomme Finanstilsynets merknader. Disse tiltakene er beskrevet i denne tilsynsrapporten, under punktene om foretakets tilsvarende. Foretaket har ikke kommet med andre merknader til Finanstilsynets funn, men har besvart oppfølgings spørsmål Finanstilsynet har hatt til tilsvaret.

I rapporten er hovedmerknadene til Finanstilsynet oppsummert i kapittel 2, mens det i kapittel 3 er inntatt bakgrunnsmateriale om Euronext Growth Oslo. Finanstilsynets vurderinger er inntatt i kapittel 4 til 7.

Finanstilsynet ber om at Oslo Børs sender kopi av denne tilsynsrapporten til selskapets revisor.

2. Oppsummering

Finanstilsynet har ikke avdekket konsesjonskritiske feil eller mangler under dette tematisynet hos Oslo Børs. Reguleringen av opptaksprosess og -vilkår er annerledes for multilaterale handelsfasiliteter enn for regulerte markeder, og markedsoperatøren har betydelig frihet ved fastsetting av opptaksvilkår. Det er likevel Finanstilsynets vurdering at Oslo Børs må gjøre flere tiltak.

Finanstilsynets merknader kan oppsummeres i følgende hovedpunkter:

- Oslo Børs' nåværende prosedyrer for behandling av opptakssaker er preget av til dels svært raske opptaksprosesser kombinert med periodevis stor arbeidsmengde fordelt på få ansatte. De bør derfor endres for å sikre en tilstrekkelig kontroll av at opptaksvilkårene er oppfylt og av at det er gitt tilstrekkelig offentlig informasjon om aksjene til å foreta en velfundert investeringsbeslutning. Dette gjelder selv om Finanstilsynet har inntrykk av at de som er involvert i arbeidet og prosessene rundt opptak til handel på Euronext Growth Oslo gjennomgående har høy kompetanse og lang erfaring.
- Finanstilsynet påpeker også at Oslo Børs ikke har identifisert eller håndtert alle potensielle interessekonflikter som kan oppstå ved opptak av selskaper til handel på Euronext Growth Oslo. Dette gjelder særlig problemstillinger knyttet til interessekonflikten mellom handelsplassens rolle som "kontrollør" av at alle opptaksvilkår er oppfylt og av at markedet får god nok informasjon, og dens interesse i å selge flest mulig tjenester til selskaper som enten ønsker opptak til handel eller som allerede er tatt opp. Finanstilsynet har blant annet uttrykt bekymring for interessekonflikten knyttet til at samme saksbehandler både deltar i innsalget av handelsplassen overfor selskaper som vurderer opptak, og deretter behandler opptakssøknaden fra de samme selskapene.
- Det er flere svakheter ved ordningen med Euronext Growth Advisor. Blant annet fremstår avtaleverkets regulering av rollen som Euronext Growth Advisor som uklar, Oslo Børs har ikke vært tilstrekkelig tydelig overfor Euronext Growth Advisors på hvilke konkrete krav som gjelder, og Oslo Børs later ikke til å ha en planmessig oppfølging eller kontroll av Euronext Growth Advisors. Oslo Børs har heller ikke i tilstrekkelig grad håndtert interessekonfliktene knyttet til Euronext Growth Advisors rolle som både rådgiver og tilrettelegger/plasserer for utsteder, og som sentral bidragsyter til Oslo Børs i opptaksprosessen.
- Søkerselskapene bør få mer omfattende veiledning fra Oslo Børs om hvilken informasjon som bør, eventuelt må, inntas i et informasjonsdokument enn det de får gjennom gjeldende regelverk. Oslo Børs' rutiner, sammenholdt med den nye sjekklisten, bør endres for å sikre at markedet alltid får tilstrekkelig informasjon til å foreta en velfundert investeringsbeslutning. Videre må Oslo Børs treffe tiltak for å sikre at Euronext Growth Oslos regelverk oppfyller verdipapirhandelovens krav til "klart" regelverk. Endelig bør Oslo Børs' compliancefunksjon ha en tettere oppfølging av opptaksprosessen for Euronext Growth Oslo, blant annet fordi dette er et viktig område for tilliten til Oslo Børs og verdipapirmarkedet, og fordi Oslo Børs har flagget opptaksprosessene som områder med potensielle interessekonflikter.

3. Overordnet om Euronext Growth Oslo

3.1 Overordnet om reguleringen av multilaterale handelsfasiliteter

Euronext Growth Oslo er en multilateral handelsfasilitet (MHF). Disse handelsplassene er regulert på en noe annen måte enn regulerte markeder, eksempelvis Oslo Børs og Euronext Expand. Det er ikke lovfestede opptaksvilkår, og normalt ikke krav om prospekt. Markedsoperatøren skal imidlertid fastsette opptaksvilkår i regelverket for den multilaterale handelsfasiliteten, og disse må bl.a. bidra til en rettferdig og ordnet handel samt til at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon om det finansielle instrumentet til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning. Samlet bidrar dette til at opptakskravene på en multilateral handelsfasilitet normalt er lavere enn for regulerte markeder.

I motsetning til det som gjelder for Oslo Børs' vedtak om opptak av aksjer til handel på de regulert markedene, jf. verdipapirhandelloven § 12-10 (1), anses ikke beslutninger om opptak til handel på en multilateral handelsfasilitet som et forvaltningsvedtak. Forvaltningslovens saksbehandlingsregler får derfor ikke anvendelse.

Drift av en multilateral handelsfasilitet er en investeringstjeneste, jf. verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 8, og det innebærer at deler av regelverket for verdipapirforetak får anvendelse, jf. verdipapirhandelloven § 9-8.

3.2 Kort om handelsplassen

Oslo Børs ASA er en markedsoperatør og fikk 23. april 2001 tillatelse til å drive børsvirksomhet.

Markedsoperatøren fikk 13. oktober 2009 også tillatelse til å drive en multilateral handelsfasilitet for "ustandardiserte (ikke-børsnoterte) derivater som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-2 (5) nr. 1". Tillatelsen ble opprinnelig benyttet til drift av en multilateral handelsfasilitet for "skreddersydde" derivater, Oslo Connect, som ble avvirket høsten 2020. Tillatelsen til å drive en multilateral handelsfasilitet ble 18. mars 2013 utvidet til å gjelde samtlige finansielle instrumenter med unntak av de derivatkategoriene som fremgikk av daværende § 2-2 (5) nr. 2-5 i verdipapirhandelloven¹.

Oslo Børs opprettet i januar 2016 en multilateral handelsfasilitet for aksjer og egenkapitalbevis kalt Merkur Market. Denne skiftet navn til Euronext Growth Oslo fra 30. november 2020. Samtidig ble regelverket for Euronext Growth Oslo endret, slik at dets struktur og til dels innhold ble harmonisert med regelverket som gjelder for de andre Euronext Growth-handelsplassene. Disse ligger i Paris, Brussel, Dublin og Lisboa. Etter denne endringen, består regelverket for Euronext Growth Oslo av Regelbok I, som inneholder harmoniserte regler som gjelder for alle Euronext Growth-handelsplassene, samt Regelbok II, som inneholder særskilte regler for den norske multilaterale handelsfasiliteten. Reglene i Regelbok II utfyller, og gjør i en del tilfeller unntak fra, Regelbok I. I tillegg får deler av regelverket for de regulerte markedene i Euronext-konsernet anvendelse, og det er utgitt flere "notiser" som tolker eller gjennomfører regelverket.

På Euronexts hjemmesider presenteres Euronext Growth-handelsplassene på følgende måte: *"Euronext Growth is suited to small- and mid- sized companies (SMEs) that want to raise funds to finance growth. Listing requirements are simplified and reporting requirements are lighter than for the regulated market. Euronext Growth is open to both professional and individual investors. Although a controlled market, it is not regulated as defined by EU directives and thus offers an alternative route for organisations that are at earlier stages of development."* I motsetning til de øvrige Euronext Growth-handelsplassene, er ikke

¹ Unntaket gjelder varederivater, kredittderivater, finansielle differansekontrakter og "andre instrumenter som ikke ellers omfattes av leddet her, men som har de samme karakteristika som andre avledede finansielle instrumenter".

Euronext Growth Oslo registrert som et vekstmarked for små og mellomstore bedrifter². Handelsplassen er imidlertid tilrettelagt for opptak av små og mellomstore selskaper.

Oslo Børs benytter samme handelsplattform for Euronext Growth Oslo som for sine regulerte markeder, dvs. Optiq, og det er store likhetstrekk i hvordan handelen i egenkapitalinstrumenter foregår på Euronext Growth Oslo og på de regulerte markedene Oslo Børs og Euronext Expand. Vilåårene for opptak til handel er imidlertid mindre strenge på Euronext Growth Oslo enn på de regulerte markedene. Det er de samme ansatte i Oslo Børs som følger opp den multilaterale handelsfasiliteten og de regulerte markedene, herunder som behandler søknader om opptak til handel på de ulike handelsplassene. Oslo Børs har med andre ord ikke gjennomført et operasjonelt skille mellom de ulike handelsplassene den er markedsoperatør for.

Oslo Børs har utkontraktert driften av Optiq, samt en rekke andre oppgaver, til andre selskaper i Euronext-konsernet. Deler av utkontraktingen gjaldt kritiske operasjonelle funksjoner som er nødvendige for fortsatt drift. Den krevde derfor forhåndstillatelse fra Finanstilsynet i henhold til verdipapirforskriften § 9-37, jf. forordning (EU) 2017/584 ("RTS 7") art 6 (5) bokstav b. Slik tillatelse ble gitt 16. oktober 2020. I Finanstilsynets vedtak er det lagt til grunn at Oslo Børs fortsatt skal beslutte medlemsopptak samt opptak og strykning av finansielle instrumenter.

3.3 Beskrivelse av opptaksprosessen

Søknader om opptak til handel på Euronext Growth Oslo behandles av Oslo Børs' avdeling for førstehåndsmarkedet (noteringsavdelingen), og avgjøres av dets Noteringskomite.

Noteringsavdelingen har fem fast ansatte i tillegg til avdelingens leder, og behandler opptakssaker knyttet til alle Oslo Børs' handelsplasser. Noteringskomiteen er sammensatt av børsdirektøren og leder for juridisk avdeling, samt en annen ansatt ved Oslo Børs som utpekes av børsdirektøren og som ikke er ansatt i noteringsavdelingen.

Opptaksprosessen på Euronext Growth Oslo kan typisk deles opp i seks faser:

- Første fase er forberedelser, samt ofte dialog mellom Oslo Børs og utsteder og/eller dets rådgivere, i forkant av at søknad om opptak til handel sendes inn. Eksempelvis må selskapet ha inngått samarbeid med en Euronext Growth Advisor, eventuelle due diligence-undersøkelser må være gjennomført, selskapet skal være registrert i VPS og enkelte selskapsbeslutninger må være gjennomført.
- Andre fase er innsendelse av søknad om opptak til handel og utkast til informasjonsdokument. Dette skal som utgangspunkt skje senest 10 dager før første handelsdag. I enkelte tilfeller åpner også Oslo Børs for en såkalt "fast track"- prosess hvor søknad må sendes inn 5 dager før første handelsdag. Når søknad er mottatt, publiseres melding om den via NewsWeb.
- Tredje fase er et innledende mte og introduksjonskurs. Formålet med det innledende møtet er at utsteder og dets Euronext Growth Advisor skal redegjøre overfor Oslo Børs for dets oppfyllelse av vilåårene for opptak til handel, samt orientere om hvilke tiltak og transaksjoner som skal gjennomføres i forbindelse med opptaket. Introduksjonskurset holdes for å sikre at utsteders ledelse kjenner til dets løpende forpliktelser etter opptaket.
- Fjerde fase er Oslo Børs' behandling av søknad om opptak til handel. Søknaden skal i utgangspunktet være komplett på tidspunkt for mottak og skal inneholde et gjennomarbeidet utkast til informasjonsdokument. Dersom saksbehandler mener det foreligger forhold som synes problematiske, søknaden og/eller informasjonsdokumentet fremstår som mangelfulle, eller det foreligger andre forhold som må dokumenteres nærmere, kontaktes selskapet for fremleggelse av

² Dette er en underkategori av multilaterale handelsfasiliteter, og er i Norge regulert i verdipapirhandelloven § 9-31.

ytterligere dokumentasjon. Dersom det er behov for konsistensavklaringer og informasjonsdeling i noteringsavdelingen, avholdes et internt saksforberedende møte, kalt prosessmøte, med alle ansatte i avdelingen som ikke er inhabile. Oslo Børs har opplyst at det tidvis er nødvendig å utsette planlagt første handelsdag for å sikre tilstrekkelig saksbehandlingstid.

- Femte fase er beslutning om opptak til handel. Denne treffes av Noteringskomiteen på grunnlag av en skriftlig innstilling fra noteringsavdelingen. I innstillingen skal det redegjøres for særskilte funn fra due diligence, uklare/vanskelige forhold drøftet i prosessmøtet, diskusjoner med utsteder, dets rådgivere og/eller due diligence-ansvarlige samt selskapets tilpasninger underveis i prosessen. Noteringskomiteens beslutning treffes normalt på bakgrunn av skriftlig saksbehandling, men det hender også at det gjennomføres et fysisk møte. Dersom det fattes beslutning om opptak der det er stilt opptaksforutsetninger, skal noteringsavdelingen påse at disse forutsetningene er oppfylt før selskapet tas opp til handel.
- Sjettede fase er selve opptaket til handel. Bekreftelse på at alle forutsetninger er oppfylt skal være mottatt av Oslo Børs senest kl. 13 dagen før første handelsdag. Oslo Børs opplyser at dersom slike bekreftelser ikke mottas, må første handelsdag utsettes.

4. Behandlingen av opptakssaker

4.1 Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 2 at operatøren av en multilateral handelsfasilitet skal ha klare og offentliggjorte regler for hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet.

Også andre bestemmelser i verdipapirhandelloven er relevante for hvilke finansielle instrumenter som kan tas opp til handel på handelsplassen. Det skal blant annet finnes tilstrekkelig offentlig informasjon om de finansielle instrumentene til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, jf. § 9-26 første ledd nr. 2, og det må være mulig å, effektivt og rettidig, gjennomføre oppgjør av de utførte transaksjonene på MHF'en, jf. § 9-26 første ledd nr. 6. Finanstilsynet legger dessuten til grunn at den multilaterale handelsfasilitetens regler må bidra til å oppfylle verdipapirhandellovens formål, jf. dens § 1-1, nemlig å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter og å sikre investorbeskyttelse.

Det følger av dette at operatøren også må ha ordninger for å påse at reglene om hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles på handelsfasiliteten, det vil si opptaksvilkårene, oppfylles.

Operatøren av en multilateral handelsfasilitet skal ha ordninger for å kunne identifisere og håndtere potensielle negative virkninger for driften av fasiliteten eller for dens deltakere eller brukere, av eventuelle interessekonflikter mellom på den ene side fasiliteten, operatøren eller dens eiere og på den annen side en velfungerende fasilitet, jf. verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 4.

4.2 Forsvarlig saksbehandling

4.2.1 Finanstilsynets foreløpige vurdering

Oslo Børs har fastsatt opptaksvilkår for opptak til handel på Euronext Growth Oslo, samt regler om søknadsprosessen og -behandlingen, i regelverket til handelsplassen. Oslo Børs har herunder regelfestet en skjønnsmessig adgang til å avslå opptak til handel: *"Oslo Børs kan på bakgrunn av en overordnet egnethetsvurdering av Utsteder og dens Aksjer, beslutte å ikke ta opp Aksjene til handel, dersom Oslo Børs vurderer det som hensiktsmessig for å ivareta investorinteresser, den allmenne tilliten til børs- og verdipapirmarkedet, eller basert på ethvert annet relevant grunnlag i henhold til Regel 3.7.3 i Regelbok Del I. Dette gjelder uavhengig av om Utsteder oppfyller alle opptaksvilkårene"*. Oslo Børs vil med andre ord ikke

bare vurdere om alle opptaksvilkårene er oppfylt, men også foreta en generell egnethetsvurdering av utsteder. Samtidig har Oslo Børs åpnet for å dispensere fra samtlige opptakskrav.

Finanstilsynet merket seg at det, på Euronext Growth Oslo, har vært et stort tilfang av opptakssaker som håndteres av en relativt liten organisasjon. I perioden 1. januar 2020 – 14. september 2021 ble 104 selskaper tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo. I tillegg ble ti nye selskaper notert på det regulerte markedet Oslo Børs i 2020, hvorav fem ble overført fra Oslo Børs' andre handelsplasser.

Alle disse sakene behandles av noteringsavdelingen, som består av avdelingens leder og fem saksbehandlere. I tillegg har avdelingen mulighet til å trekke på utvalgte andre ansatte i Oslo Børs, som i mange tilfeller har erfaring også fra opptakssaker, og har også leid inn ytterligere personell ved behov. Saksbehandlerne har også andre oppgaver enn behandling av søknader om opptak til handel, i hovedsak knyttet til kunde- og produktoppfølging, samt markeds- og salgsaktiviteter. Alle selskaper tatt opp til handel på Oslo Børs' handelsplasser får dessuten tildelt en fast kontaktperson fra noteringsavdelingen. Oslo Børs har opplyst at de ansatte i avdelingen har holdt seg innenfor lovens grenser for overtid, og at de vurderer nåværende organisasjon som å være robust og fleksibel. Markedsoperatøren fremhever at organisasjonsmåten åpner for at de ansatte i noteringsavdelingen kan avlastes ved behov, både ved at oppgaver nedprioriteres og fordi mange andre ansatte også har kompetanse på opptakssaker. Finanstilsynet påpekte imidlertid at det var flere tilfeller der en saksbehandler behandlet seks opptakssaker i løpet av en måned.

Saksbehandlerne har normalt kort tid til rådighet ved søknadsvurderingen. Den formelle prosessen for opptak til handel er normalt ti handelsdager, hvor opptak til handel gjøres elleve dager etter mottak av søknad. For egnede utstedere som inngår avtale om dette, tilbyr Oslo Børs dessuten en "fast track"-prosess som normalt skal kunne gjennomføres i løpet av fem handelsdager. Opptaksprosessen på Euronext Growth Oslo er dermed svært rask i forhold til prosessen på de øvrige handelsplassene operert av Oslo Børs³, og også sammenliknet med tilsvarende prosess på andre Growth-handelsplasser i Euronext konsernet.

De korte prosessene gjør at det blir økt arbeidspress og mindre rom for å oppdage problemstillinger som ikke er fremhevet i søknaden. Finanstilsynet la til grunn at dette tidspresset i enda større grad gjør seg gjeldende ved fast-track prosesser⁴, der saksbehandler i realiteten bare har en dag eller to på å gå gjennom søknad og informasjonsdokument. I en typisk fast-track prosess vil søknad mottas fem handelsdager før opptaket skal skje, innstilling sendes til noteringskomiteen påfølgende handelsdag, og noteringskomiteens beslutning treffes to handelsdager før selskapet tas opp til handel. Saksbehandler har i tilfelle maksimalt to virkedager på å gjennomgå søknaden, avholde innledende møte med utsteder og dets Euronext Growth Advisor, stille ytterligere spørsmål til utsteder /dets rådgivere, avklare tvilsspørsmål internt, få gjennomgått søknaden av avdelingsdirektør/fagansvarlig og deretter oversende innstillingen til Noteringskomiteen. Oslo Børs har opplyst at det er relativt ordinært å forlenge saksbehandlingstiden, eksempelvis fordi det mangler informasjon i søknaden eller fordi det dukker opp nye forhold underveis i prosessen, samt at gjennomsnittlig saksbehandlingstid på en fast-track opptaksprosess på Euronext Growth i 2020 og 2021 har vært ca. 7 handelsdager. Etter det opplyste har dessuten Oslo Børs ofte betydelig kontakt med

³ Ved opptak på de regulerte markedene, skal innledende redegjørelse være mottatt av Oslo Børs senest 40 handelsdager før opptaksmøtet hvor søknaden ønskes behandlet, jf. notis 3.4 punkt 6, og 20 handelsdager før ved bruk av "fast-track"-prosess.

⁴ Av de 104 selskapene som ble tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo i perioden 1. januar 2020 – 14. september 2021 fulgte 19 (ca. 18%) en "fast track"-prosess. Oslo Børs har opplyst at etterspørselen etter "fast track" har økt etter gjennomføringen av forordning (EU) nr. 596/2014 (MAR) 1. mars 2021. Etter denne datoen er 11 av 41 opptaksprosesser (ca. 27%) gjennomført som "fast track".

søkerselskapene og/eller deres rådgivere før søknad sendes inn, slik at det ofte skjer noe saksbehandling i forkant av søknad.

Etter Oslo Børs' interne prosedyrer for opptaksbehandling, skal saksbehandlerne vurdere om det er forhold som innebærer tvil i forhold til oppfyllelse av opptaksvilkår eller selskapets egnethet for opptak til handel. Videre fremgår det at *"Saksbehandlers gjennomgang av søknad og informasjon fra innledende møte vil være grunnlaget for tilbakemeldinger og eventuelle spørsmål. Dette omhandler konkret om det foreligger forhold som synes problematiske, om søknaden og/eller informasjonsdokumentet fremstår som mangelfulle, eller om det foreligger andre forhold som må dokumenteres nærmere."* Oslo Børs har også opplyst at Oslo Børs ber om mer informasjon i søknadsskjemaet enn det som fremgår av sjekklisten for informasjonsdokumentet, jf. også denne rapportens punkt 5.2, men at saksbehandlerne forventes å påse at informasjon i søknadsskjemaet som anses relevant for markedet, også inntas i informasjonsdokumentet. Slik det fremgår under punkt 4.4.1.1, har dessuten Oslo Børs understreket at de ser det som nødvendig å ettergå dokumentasjonen levert av selskapet og dets Euronext Growth Advisor pga. de potensielle interessekonfliktene som ligger i Euronext Growth Advisors rolle. Samlet fant Finanstilsynet at dette indikerer at saksbehandler forventes å foreta en forholdsvis inngående vurdering av søknaden og informasjonsdokumentet, innenfor relativt kort saksbehandlingstid.

Finanstilsynet la i den foreløpige rapporten til grunn at det er en betydelig risiko for at de korte tidsfristene, sammen med de øvrige oppgavene som saksbehandlerne har, medfører at de ikke får gjennomført en forsvarlig kontroll av at utstederne oppfyller opptakskravene, herunder den generelle forutsetningen i regelverket om at selskapet og dets aksjer skal være egnet til opptak. Tilsvarende risiko knytter seg til kontrollen av at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon om selskapet til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning.

Finanstilsynet la videre til grunn at det er viktig med gode prosedyrer, f.eks. bruk av sjekklister eller presedensarkiv, for å sikre at det er en felles forståelse i noteringsavdelingen av hvilke forhold som typisk er relevant for om et selskap er egnet for opptak til handel eller ikke. Oslo Børs har opplyst at saksbehandlerne bruker sjekklisten for informasjonsdokumenter ved sin gjennomgang, men at det ikke er egne interne sjekklister, instruksjoner eller rutiner over forhold saksbehandlerne særskilt skal vurdere i søknadene om opptak til handel på Euronext Growth. I tillegg foreligger f.eks. sjekklister som gjelder mer tekniske forhold. Oslo Børs har imidlertid vist til at det skjer en betydelig informasjons- og erfaringsutveksling i Oslo Børs' interne prosessmøter, og at innføring av særlige sjekklister kan medføre at forhold som ikke er inntatt kan bli oversett. Finanstilsynet uttrykte forståelse for Oslo Børs' vurdering av at det ikke er ønskelig med uttømmende oversikter over hvilke forhold som skal vektlegges, og hadde også merket seg opplysningene om at nyansatte og innleide samarbeider med mer erfarne ansatte på de første prosessene. Det var imidlertid Finanstilsynets inntrykk at det er litt tilfeldig hvilke forhold Oslo Børs fokuserer på utover å sjekke av at søknaden og informasjonsdokumentet er komplett, det vil si at de punkter som følger av regelverket er omtalt og at samtlige obligatoriske vedlegg er fremlagt. Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Oslo Børs ikke har tilstrekkelig gode prosedyrer for å sikre en betryggende og konsistent vurdering av om et selskap er egnet eller ikke.

Det er Noteringskomiteen som beslutter opptak på Euronext Growth Oslo, normalt basert på skriftlig behandling. Innstillingen til Noteringskomiteen fra noteringsavdelingen er det sentrale saksforberedende dokumentet i en opptaksprosess. Finanstilsynets inntrykk var at grunnstammen i innstillingen er selve søknadsteksten, som later til å inntas i tilnærmet helhet. Til sammen gir dette en omfattende innstilling, der den klart største delen utgjøres av søknaden. Det at innstillingene stort sett inneholder lite informasjon om de vurderinger som saksbehandler har gjort, gjør det imidlertid vanskeligere for Noteringskomiteen å oppdage eventuelle feilvurderinger fra noteringsavdelingen. Komiteen behandler dessuten mange saker i

løpet av et år, noe som kommer i tillegg til medlemmenes øvrige oppgaver, og den har bare et par dager på å gjennomgå innstillingen før beslutning skal tas. Selv om Finanstilsynet la til grunn at Noteringskomiteen bidrar til kvalitetskontroll av opptaket, og til å harmonisere opptakspraksis, vil den således ikke kunne forhindre at saksbehandler pga. tidspress, manglende veiledning eller andre forhold overser eller feilbedømmer viktige problemstillinger av betydning for opptaket. Finanstilsynets mente derfor at noteringskomiteens eksistens ikke kan reparere de ovennevnte bekymringer.

Finanstilsynets vurdering i den foreløpige rapporten var etter dette at Oslo Børs' nåværende prosedyrer for behandling av opptakssaker er preget av til dels svært raske opptaksprosesser kombinert med periodevis stor arbeidsmengde fordelt på få ansatte. De bør derfor endres for å sikre en tilstrekkelig kontroll av at opptaksvilkårene er oppfylt og av at det er gitt tilstrekkelig offentlig informasjon om aksjene til å foreta en velfundert investeringsbeslutning.

4.2.2 Oslo Børs' tilsvar

Oslo Børs har besluttet følgende tiltak for å styrke forsvarlig saksbehandling:

i. Utvidelse av saksbehandlingstiden i opptaksprosesser

Oslo Børs vil utvide minimum saksbehandlingstid i opptaksprosessene for Euronext Growth Oslo slik at ordinær prosess vil medføre en behandlingstid på 15 virkedager (mot ti tidligere) og behandlingstid for "fast track"-prosesser vil øke til ni virkedager fra fem i dag ("fast track" vil kun være tilgjengelig for selskaper som er særlig egnet for dette). I tillegg innfører Oslo Børs en fleksibel prosess med behandlingstid på 15 virkedager, for selskaper som ønsker en annen beslutningsdato enn de som er forhåndsfastsatt.

ii. Ny organisering – fordeling av ansvaret for henholdsvis salg og opptak på ulike team

I dag arbeider de ansatte på noteringsavdelingen med en rekke ulike oppgaver, blant annet opptaksprosesser, å være kontaktpersoner for allerede noterte selskaper, å ha dialog med selskaper som vurderer opptak, salg og markedsarbeid. Oslo Børs vil dele denne avdelingen i to; 1) "Listing Sales" og 2) "Listing Admissions". Opptaksprosesser vil dermed bli håndtert separat av et eget team ("Listing Admissions") som ikke har oppgaver relatert til salg, markedsføring eller kundeansvar. Den nye organiseringen er besluttet, og Oslo Børs' venter at alle roller vil være besatt innen svært kort tid.

iii. Øke antall årsverk

Oslo Børs vil øke antall årsverk i den nye noteringsavdelingen med 1,5 til 6,5. Av disse er 0,5 årsverk allerede overført internt, og det er igangsatt en rekrutteringsprosess.

Det er fremlagt et organisasjonskart som viser at teamet på "Listing Admissions" vil bestå av 3,5 årsverk, mens teamet på "Listing Sales" vil bestå av 3 personer etter omorganiseringen. På det nåværende tidspunktet deltar samtlige av de fem saksbehandlerne i behandlingen av opptakssaker. Finanstilsynet har derfor fått Oslo Børs' redegjørelse for om dette kan anses som en svekkelse av "opptaksteamet". Oslo Børs' har opplyst at i perioder med normalt søknadstilfang, vil antall årsverk som jobber direkte med noteringssaker være lavere enn 3,5. De ansatte vil i stedet bruke en del tid på salg, markedsføring og kundeansvar. De mener derfor endringen styrker opptaksarbeidet. I tillegg vil alle ansatte i noteringsavdelingen, herunder de i "Listing Sales", ha kompetanse på behandling av opptakssaker. Ansatte på "Listing Sales" vil dermed kunne bistå "Listing Admissions" i perioder med stor arbeidsmengde. I slike tilfeller vil det kontrolleres at det ikke foreligger interessekonflikter som er til hinder for dette.

iv. Nye prosedyrer for gjennomgang av søknad

Oslo Børs har opplyst at de har et betydelig erfarings- og presedensarkiv fra opptakssaker, og at dette vil være grunnlag for utarbeidelsen av en sjekklister over forhold som er relevante i vurderingen av hvorvidt et selskap er egnet for opptak til handel eller ikke. Endringene planlegges implementert innen utløpet av Q1 2022.

4.2.3 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet har merket seg de tiltakene Oslo Børs vil treffe for å sikre forsvarlig saksbehandling ved opptak til handel på Euronext Growth Oslo, med forlenget saksbehandlingstid, økt bemanning og klarere deling av ansvaret for salg og søknadsbehandling, samt nye prosedyrer for gjennomgang av søknad.

Finanstilsynet forutsetter at Oslo Børs påser at det til enhver tid er en forsvarlig bemanning hos "Listing Admissions", og har merket seg at det, ved utlån fra "Listing Sales", vil kontrolleres at eventuelle interessekonflikter håndteres.

Finanstilsynet tar for øvrig de foreslåtte tiltakene til etterretning, og ber om at Oslo Børs oversender de nye prosedyrene for gjennomgang av søknad så snart disse foreligger.

4.3 Håndtering av interessekonflikter

4.3.1 Finanstilsynets foreløpige vurderinger

Oslo Børs' noteringsavdeling håndterer søknader om opptak på Oslo Børs' handelsplasser, herunder Euronext Growth Oslo, men de ansatte har også andre oppgaver. Finanstilsynets foreløpige vurdering var at enkelte av disse oppgavene kan gi opphav til interessekonflikter som må håndteres:

- Fire av de ansatte har ansvaret for hver sin "industry sector", dvs. energi, shipping, sjømat, samt bank og finans. De ansatte med slikt sektoransvar har et markedsføringsansvar knyttet til denne sektoren. Oslo Børs markedsfører seg på seminarer, herunder i utlandet, samt direkte overfor enkeltstående selskaper. Det hender at den samme ansatte både deltar i markedsføringen overfor et selskap, og ved behandlingen av søknaden fra det samme selskapet. Finanstilsynet forstod det videre slik at også Oslo Børs' ledelse, hovedsakelig direktør for førstehåndsmarkedet, deltar i markedsføringen av Euronext Growth Oslo overfor potensielle selskaper.
- Ansatte i Førstehåndsmarkedet vil i noen tilfeller både være kontaktperson for et selskap og vurdere søknader knyttet til det samme selskapet, eksempelvis ved enkelte selskapshandlinger eller ved søknad om strykning. Oslo Børs understreket at det i den forbindelse gjøres en habilitetsvurdering av dem som deltar i saksbehandlingen, samt at kontaktpersonene ikke har incentivordninger knyttet til utfallet av slike søknader. Oslo Børs' fremhevet at kontaktpersonens kunnskap om det aktuelle selskapet er med på å heve kvaliteten på saksbehandlingen og således bidrar positivt til handelsplassens funksjon.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at det er en potensiell interessekonflikt knyttet til Oslo Børs' markedsføring overfor mulige opptakskandidater, dersom denne skjer på en måte som kan undergrave Oslo Børs' kontroll av at de aktuelle selskapene oppfyller opptaksvilkårene. Dette kan eksempelvis skje dersom markedsføringen direkte eller indirekte skaper forventning om et positivt utfall av en eventuell søknad. Finanstilsynet stilte derfor spørsmål ved om Oslo Børs' rutiner, der den samme saksbehandler og/eller leder kan være sentral i markedsføringen av handelsplassen overfor enkeltstående selskaper, og deretter behandler søknaden fra det samme selskapet, i tilstrekkelig grad sikrer en forsvarlig vurdering av om opptaksvilkårene, herunder egnethetskravene, er oppfylt.

Finanstilsynet la videre til grunn at en lignende problemstilling kan oppstå når den samme ansatte er kontaktperson for et selskap og behandler søknader fra det, blant annet fordi det normalt er en sentral oppgave for kundeansvarlige å sikre et varig godt forhold til kunden. Finanstilsynet antok derfor at det blir en potensiell konflikt mellom dette kundeansvaret og det å foreta en uhildet vurdering av at vilkårene for å innvilge søknaden er oppfylt.

Finanstilsynet antok at interessekonfliktene skissert overfor til en viss grad fanges opp av Oslo Børs' interessekonfliktretningslinjer, som bl.a. nevner "*Possible conflict of interest between commercial targets and the control function in its capacity as admission and delisting authority*". Finanstilsynet stilte imidlertid spørsmål ved om Oslo Børs hadde identifisert alle sider ved disse potensielle interessekonfliktene, som både er knyttet til Oslo Børs' kommersielle interesser i at selskaper tas opp til handel og til interessekonflikter hos den enkelte ansatte og leder involvert i opptaksprosessen, og dermed om interessekonflikten er tilstrekkelig håndtert av markedsoperatøren.

Et av Oslo Børs' tiltak for å håndtere interessekonfliktene knyttet til opptak, er for øvrig at det er Noteringskomiteen som treffer opptaksbeslutningene. Finanstilsynet bemerket at Noteringskomiteen i stor grad baserer seg på arbeidet og innstillingen fra avdeling for førstehåndsmarkedet, og derfor er avhengig av at avdekker, og videreformidler, eventuelle problemer ved søknaden. Et annet tiltak nevnt i interessekonfliktretningslinjene er "*Internal review of whether admissions criteria are met*". Det er også fremhevet i retningslinjene at leder av noteringsavdelingen ikke har "balanced scorecards" med måltall for antall selskaper tatt opp til handel eller antall nye opptak. Oslo Børs har dessuten opplyst at de ansatte i noteringsavdelingen verken har bonuser eller andre incitamenten til å ta opp selskaper som oppfyller vilkårene for dette. Direktør for førstehåndsmarked har imidlertid arbeidsmål, som etter det opplyste antakelig også vil inngå i en bonusordning, knyttet til budsjettoppnåelse. Finanstilsynet forstod dette slik at bonusordningen dermed vil være knyttet til avdelingens inntekter. Disse inntektene antas å være høyere jo flere selskaper som tas opp til handel. Finanstilsynet stilte derfor spørsmål ved om den forventede bonusordningen for direktør for førstehåndsmarkedet langt på vei vil gi samme resultat som et måltall for nye opptak, og om det er behov for ytterligere tiltak for å håndtere denne interessekonflikten. Finanstilsynet bemerket videre at de fleste av de andre risikoreduserende tiltakene knyttet til opptak til handel som ble nevnt i Oslo Børs' interessekonfliktretningslinjer først og fremst lot til å være relevante for de regulerte markedene Oslo Børs og Euronext Expand, og ikke for Euronext Growth Oslo.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var etter dette at Oslo Børs' ikke har tilstrekkelige ordninger for å kunne identifisere og håndtere potensielle negative virkninger for driften av Euronext Growth Oslo eller for dens deltakere eller brukere, av eventuelle interessekonflikter mellom på den ene side den multilaterale handelsfasiliteten, operatøren eller dens eiere og på den annen side en velfungerende handelsfasilitet, jf. verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 4. Dette gjaldt særlig problemstillinger knyttet til den iboende interessekonflikten mellom handelsplassens rolle som "kontrollør" av at alle opptaksvilkår er oppfylt og av at markedet får god nok informasjon, og dens interesse i å selge flest mulig tjenester til selskaper som enten ønsker opptak til handel eller som allerede er tatt opp.

4.3.2 Oslo Børs' kommentarer i tilsvaret

Oslo Børs har besluttet følgende tiltak for å identifisere og håndtere potensielle interessekonflikter:

i. Ny organisering – fordeling av ansvaret for henholdsvis salg og opptak på ulike team

Oslo Børs planlegger å dele nåværende noteringsavdeling i henholdsvis 1) "Listing Sales" og 2) "Listing Admissions".

Ansatte på "Listing Sales" vil kunne bistå "Listing Admissions" i opptaksprosesser i perioder med stor arbeidsmengde. Det vil i slike tilfeller kontrolleres at det ikke foreligger interessekonflikter, f.eks. slik at en ansatt fra salgavdelingen ikke vil kunne bistå i en opptaksprosess hvor vedkommende selv har vært involvert i salgsmøter eller er kundeansvarlig for det aktuelle selskapet. Den ansatte vil rapportere til leder for "Listing Admissions" og ikke til "Listings Sales".

ii. Rammeverksbestemmelse om rollefordeling og gjennomgang av bonusordning

Oslo Børs påpeker at børsdirektøren normalt ikke vil være involvert i direkte markedsføring eller salgsmøter med enkeltsselskaper. Den aktive rollen som direktør for førstehåndsmarked tidligere har hatt i behandling av opptaksprosesser, herunder gjennomgang av innstilling til Noteringskomiteen, erstattes av leder for Listing Admission, "Senior Admission Manager, Responsible for the Nordics". Oslo Børs har likevel besluttet å innta følgende bestemmelse i Rammeverk for håndtering av mulige interessekonflikter på Oslo Børs og Prosedyre for opptak av selskaper på Euronext Growth:

«Ansatte og ledere som har vært sentrale i markedsføringen av handelsplassen direkte overfor selskapet som søker om opptak til handel skal ikke delta i behandlingen av søknaden. Dersom børsdirektør som følge av dette er forhindret fra å delta i Noteringskomiteen, vil dennes rolle som leder av komiteen erstattes av juridisk direktør.»

Oslo Børs vil også vurdere nærmere kriteriene for bonusordningene for samtlige ansatte. I den forbindelse vil bonusordningen for direktør for førstehåndsmarkedet bli gjennomgått, og arbeidsmål knyttet til opptak av nye selskaper vil ikke være en del av ordningen. Det vises også til nytt krav om innhenting av uavhengig finansiell og juridisk due diligence i søknadsprosessen.

4.3.3 Finanstilsynets konklusjon

Leder for "Listing Admission" skal overta direktør for førstehåndsmarkedets aktive rolle ved behandling av opptaksprosesser, men det er ikke klart om vedkommende selv skal være ansvarlig saksbehandler for opptakssaker. Finanstilsynet legger i tilfelle til grunn at Oslo Børs har ordninger som sikrer forsvarlig ivaretagelse av leder for "Listing Admission" sine oppgaver knyttet til avklaring av tvilsspørsmål, gjennomgang av innstilling mv i de opptakssakene der vedkommende er saksbehandler.

Finanstilsynet har for øvrig merket seg de tiltakene Oslo Børs vil treffe for å håndtere potensielle interessekonflikter, og tar disse til etterretning.

Finanstilsynet nevner for ordens skyld at de identifiserte interessekonfliktene bør fremgå av interessekonfliktretningslinjene, og ber om å få tilsendt oppdaterte retningslinjer og prosedyre for opptak av selskaper på Euronext Growth Oslo så snart de er klare.

4.4 Bruk av Euronext Growth Advisors

4.4.1 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

4.4.1.1 Euronext Growth Advisors rolle

Alle selskaper som søker opptak til handel på Euronext Growth Oslo må ha en Euronext Growth Advisor. Denne har en sentral rolle i opptaksprosessen.

På den ene siden er Euronext Growth Advisors rolle å "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 deres rolle utdypet som 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 Utstедeres egnethet styrkes». Regelverket indikerer derfor at Euronext Growth Advisors rolle er å bistå utsteder. Det er herunder utsteder som velger, engasjerer og betaler Euronext Growth Advisor. Euronext Growth Advisor vil normalt også være tilrettelegger for de emisjoner/videresalg som skal gjennomføres i forbindelse med opptaket til handel. I Oslo Børs' interne opptaksrutiner er Euronext Growth Advisor beskrevet som "selskapets obligatoriske hovedrådgiver."

På den andre siden har Euronext Growth Advisor også oppgaver overfor Oslo Børs:

- Det fremgår av regelverket at «*Euronext Growth Advisor skal, etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av Utstederen, bekrefte i søknaden at Utstederen tilfredsstiller alle vilkår for opptak til handel, og Utsteder og dennes Aksjer er egnet for opptak til handel på Euronext Growth Oslo.*» Bekreftelsen gis ved at Euronext Growth Advisor medunderskriver på søknadsskjemaet sammen med utsteder. Det er imidlertid, i veiledningen til bestemmelsen, presisert at det først og fremst er utstederen som er ansvarlig overfor Oslo Børs for opptaksprosessen, og Euronext Growth Advisors' ansvar for informasjonen gitt i forbindelse med opptaket er dermed nedtonet betydelig: «*Oslo Børs krever ikke at Euronext Growth Advisor påtar seg ubetinget ansvar for eventuelle feil eller tilbakeholdelse av informasjon hos Utsteder som resulterer i at Euronext Growth Advisors vurdering om Utstederen oppfyller vilkårene for opptak og er egnet for opptak til handel, senere viser seg å være feil. Det er først og fremst Utstederen som er ansvarlig overfor Oslo Børs for opptaksprosessen.*»
- Det er Euronext Growth Advisor som kontrollerer informasjonsdokumentet, riktignok slik at utkast til informasjonsdokument også gjennomgås av saksbehandler hos Oslo Børs.
- Euronext Growth Advisor har ansvar for å, i samråd med utsteder, vurdere om det skal gjennomføres due diligence-undersøkelse av utsteder, og i tilfelle hvilken. Oslo Børs har opplyst at de ikke mottar kopi av due diligence-rapportene i forbindelse med opptakssakene på Euronext Growth Oslo, og at "Dette er en bevisst og etablert strategi basert på at Oslo Børs ikke ønsker å bli indirekte ansvarlig for innholdet av svært omfattende DD-rapporter som det forutsettes at Oslo Børs har gjennomgått i sin helhet. Hensikten er derfor at Euronext Growth Advisor, i samråd med aktuelle DD-rådgivere, skal innstå overfor oss om at det ikke foreligger forhold av betydning for opptaksvurderingen. Due diligence-rapportene omtales som et eget avsnitt i søknad om opptak til handel."

Oslo Børs har kommunisert sine forventninger til Euronext Growth Advisors i brev til dem av 9. mars 2021. Oslo Børs har her vist til at «*Euronext Growth Advisor og finansielle rådgivere spiller en sentral rolle ved at de skal sikre nødvendig gjennomgang av utstederselskapet og sørge for at børsen mottar all nødvendig dokumentasjon og informasjon. På denne måten legger rådgiverne til rette for at Oslo Børs skal kunne utføre sin kontrollfunksjon på en god og effektiv måte.*». I samme brev presiseres det at "Som nevnt innledningsvis, er Euronext Growth Advisor en viktig bidragsyter for ivaretagelse av børsens kontrolloppgaver og for investorenes tillit til markedsplassen, slik at Oslo Børs må kunne stole på at disse bekreftelsene er gitt på reelt grunnlag. " Lignende betraktninger om Euronext Growth Advisors rolle fremgår blant annet av Oslo Børs' "Annual assessment of risk management and internal control— 2020 - to Board of Directors" der et av Oslo Børs' tiltak for å redusere risikoen for at uegnede selskaper tas opp til handel på Euronext Growth Oslo er at "all companies seeking admission are required to use an approved Merkur advisor".

Basert på dokumentene sitert i foregående avsnitt, samt gjennomgangen av fremlagt dokumentasjon fra de fem konkrete opptaksprosessene som inngår i tilsynet, var det Finanstilsynets inntrykk at Oslo Børs i praksis legger stor vekt på Euronext Growth Advisors vurdering av at opptaksvilkårene er oppfylt, og gjennomgående foretar få egne kontroller utover handelsplassens egne KYC/AML-undersøkelser. Finanstilsynet merket seg at det i enkelte opptaksprosesser var tett oppfølging fra Oslo Børs' side, uten at dette endret det overordnede inntrykket av at Euronext Growth Advisors er sentrale i kvalitetssikringen.

Finanstilsynet kunne dessuten vanskelig se at Oslo Børs' nåværende opptaksrutiner gir saksbehandlerne en reell mulighet til å etterprøve om opptaksvilkårene er oppfylt, blant annet på grunn av de korte tidsfristene og andre oppgaver. Videre er søknadene relativt korte, og due diligence-rapporter blir ikke fremlagt.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at det er en risiko for at Oslo Børs og Euronext Growth Advisors har ulik forståelse av sistnevntes rolle, og at dette får betydning for kvaliteten på arbeidet til Euronext Growth Advisors. Denne vurderingen var basert på at det både var kilder som indikerte at Euronext Growth Advisors er en viktig bidragsyter for Oslo Børs ved opptaksprosessene, samtidig som det andre steder fremgår at de skal bistå utsteder, mens det *"først og fremst [er] Utstederen som er ansvarlig overfor Oslo Børs for opptaksprosessen"*. Det var derfor Finanstilsynets foreløpige vurdering at det er behov for at Oslo Børs klargjør, både internt og eksternt, Euronext Growth Advisors' rolle og ansvar for å unngå uklare ansvarsforhold og dermed sikre en forsvarlig vurdering av om opptaksvilkårene er oppfylt.

Finanstilsynet la til grunn at Euronext Growth Advisors kan ha en viktig rolle i opptaksprosessen, blant annet ved å bistå utsteder og dermed bidra til å heve kvaliteten på søknad, informasjonsdokument mv. Det var imidlertid Finanstilsynets forståelse at Euronext Growth Advisors har en iboende interessekonflikt ved at de både bistår utsteder som *"selskapets obligatoriske hovedrådgiver"* og i praksis ofte også som tilrettelegger, og samtidig later til å være en *"viktig bidragsyter for ivaretagelse av børsen kontrolloppgaver og for investorenes tillit til markedsplassen"*. Finanstilsynet la blant annet til grunn at Euronext Growth Advisor normalt vil ha en økonomisk interesse i en vellykket transaksjon. Når det gjaldt Euronext Growth Advisors rolle ved vurderingen av om det skal foretas due diligence og i tilfelle med hvilket omfang, bemerket Finanstilsynet at en slik due diligence vil både pådra selskapet ytterligere kostnader og øke risikoen for negative funn som kan så tvil om selskapet er egnet for opptak. Det kunne derfor være en risiko for at undersøkelsene av utsteder blir nedskalert til et minimum. Finanstilsynets gjennomgang viste at det er relativt vanlig at Euronext Growth Advisor selv foretar finansielle due diligence, eller at slik ikke gjennomføres⁵.

Under tilsynet opplyste Oslo Børs at de ser at det er en åpenbar interessekonflikt knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor. De er derfor opptatt av å gjøre egne vurderinger av om opptaksvilkår og krav til informasjonsdokumentet er oppfylt. Finanstilsynets foreløpige vurdering var imidlertid at Oslo Børs' nåværende saksbehandlingsrutiner, preget av korte tidsfrister og begrensede ressurser, ikke er egnet til å sikre en reell egen kontroll av disse forholdene og dermed håndtere interessekonflikten knyttet til Euronext Growth Advisor. Finanstilsynet viste også til at søknadene er relativt korte, og at due diligence-rapporter ikke blir fremlagt. Dermed er det viktig for Oslo Børs' vurdering av søkersekskapenes egnethet at Euronext

⁵ Finanstilsynet fikk tilsendt en oversikt over gjennomført due diligence ved opptak i perioden 1. januar 2020 til 18. mars 2021, det vil si 68 opptaksprosesser. I 11 av disse prosessene ble det ikke gjennomført finansiell due diligence, mens Euronext Growth Advisor gjennomførte dette selv i 29 saker. I 11 saker gjennomførte selskapets revisor finansiell due diligence. I disse 68 sakene ble også over 40 av de juridiske due diligence-gjennomgangene gjennomført av selskapets juridiske rådgiver.

Etter Verdipapirforetakenes Forbunds anbefaling 12 om *"Gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo"*, som gjelder fra 1. januar 2021, skal det som utgangspunkt gjennomføres en uavhengig begrenset due diligence, både juridisk og finansiell, ved opptak til handel på Euronext Growth Oslo. Dette innebærer at due diligence normalt ikke skal gjennomføres av Euronext Growth Advisor eller av selskapets revisor eller juridiske rådgiver. Etter ikrafttredelsen av denne anbefalingen, sank andelen av juridisk due diligence som ble gjennomført av selskapets juridiske rådgiver: 19 selskaper ble tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo i perioden 1. januar 2021 til 18. mars 2021, og i åtte av disse ble juridisk due diligence foretatt av selskapets juridiske rådgiver. Effekten på finansiell due diligence var tilsynelatende mer begrenset. Ved disse 19 opptakene ble det kun foretatt uavhengig finansiell due diligence av fire selskaper. Finansiell due diligence ble foretatt av selskapets revisor i fire tilfeller og av Euronext Growth Advisor i seks tilfeller, mens det i fem opptaksprosesser ikke ble foretatt en finansiell due diligence.

Growth Advisor har gjort et forsvarlig utvalg av det faktum som er vesentlig for egnethetsvurderingen og som dermed må inntas i søknaden, samt at deres bekreftelser på oppfyllelse av opptaksvilkår er velfunderte.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Oslo Børs, for å sikre at verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2 etterleves, må klargjøre Euronext Growth Advisors rolle. Det var videre Finanstilsynets foreløpige vurdering at markedsoperatøren, ved denne rolleavklaringen, må påse at de iboende interessekonfliktene ved Euronext Growth Advisors nåværende dobbeltrolle blir håndtert.

4.4.1.2 Vilkår for å bli Euronext Growth Advisor

Oslo Børs' regelverk fastsetter at verdipapirforetak som er medlem på en av Oslo Børs' handelsplasser og som har konsesjon til å yte corporate finance-tjenester, det vil si investeringstjenestene nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 6 og 7 og den tilknyttede tjenesten nevnt i verdipapirhandelloven § 2-6 (1) nr. 3, automatisk er kvalifisert til å påta seg oppdrag som Euronext Growth Advisor. De må i den anledning undertegne et tillegg til medlemsavtalen.⁶

Også verdipapirforetak som ikke er medlem av en av Oslo Børs' handelsplasser kan søke om å bli godkjent som Euronext Growth Advisor, men Oslo Børs vil i disse tilfellene foreta en helhetsvurdering av søkerens egnethet før søknaden eventuelt innvilges. Det fremgår av tilsendt søknadsskjema at Oslo Børs i disse tilfellene blant annet innhenter dokumentasjon om de ansattes erfaring og kvalifikasjoner, interne prosedyrer for å unngå interessekonflikter og eventuelle tidligere brudd på børs- eller verdipapirlovgivning.

Etter handelsplassens regelverk skal Euronext Growth Advisors meddele Oslo Børs "*Særskilte endringer i Euronext Growth Advisors organisasjon som kan gi grunnlag for interessekonflikter med oppdragsgivende Utsteder, eller kan påvirke Euronext Growth Advisors uavhengighet eller dens muligheter til å innfri sine forpliktelser i henhold til opptaksreglene, slik som blant annet varsel om konsesjonstap, beslutninger om sammenslåing eller avvikling*". Det fremgår dessuten av det søknadsskjemaet som brukes av Euronext Growth Advisors som ikke er medlemmer av Oslo Børs' handelsplasser at de skal melde "*any changes*", uten at Finanstilsynet kunne se at det er klart om dette er begrenset til endringer i de kontaktpersoner og/eller rådgivere som er meldt inn til Oslo Børs. Finanstilsynet kunne heller ikke se at det var fremlagt interne rutiner for gjennomføring av ny egnethetsvurdering ved slike etterfølgende endringer.

Finanstilsynets forståelse var at Euronext Growth Advisor er gitt en sentral rolle i opptaksprosessene på handelsplassen, både overfor søkersekskapene og Oslo Børs, noe som tilsa at de bør ha en viss erfaring fra tilsvarende prosesser. Den nåværende ordningen, der det åpnes for automatisk opptak av alle medlemmer på Oslo Børs' handelsplasser som har tillatelse som dekker "corporate finance tjenester", uten en vurdering av om de, eventuelt deres ansatte, har nødvendig kompetanse med veiledning av selskaper i en opptaksprosess, vil ikke sikre at de har slik erfaring. Finanstilsynet fremhevet særlig at medlemsforetak som ikke tilbyr andre "corporate finance"-tjenester enn den tilknyttede tjenesten rådgivning om foretaks kapitalstruktur mv, jf. verdipapirhandelloven § 2-6 (1) nr. 3, lot til å automatisk kvalifisere til å være Euronext Growth.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Oslo Børs, i likhet med det som gjøres ved ikke-medlemmers søknader, bør foreta en egnethetsvurdering før verdipapirforetak som er medlem av Oslo Børs' handelsplasser, men som ikke har en tillatelse som dekker investeringstjenestene omfattet av verdipapirhandelloven § 2-1 (1) nr. 6 (fulltegningsgaranti) og/eller nr 7 (plassering), blir akseptert som

⁶ Av de 21 verdipapirforetakene på listen over Euronext Growth Advisors på Oslo Børs' hjemmesider på tidspunktet for Finanstilsynets foreløpige rapport, var 13 medlemmer av en av Oslo Børs' handelsplasser. Det er medlemmene som har klart flest oppdrag som Euronext Growth Advisor.

Euronext Growth Advisor. Finanstilsynet mente videre at det bør foretas en ny vurdering hvis det skjer endringer hos de medlemmer og ikke-medlemmer som underlegges slik egnethetsvurdering dersom endringene kan ha betydning for deres ivaretagelse av rollen som Euronext Growth Advisor på en god måte, eksempelvis dersom nøkkelpersonell slutter. Dersom Oslo Børs ikke allerede har rutiner for slik fornyet vurdering, bør dette derfor innføres.

4.4.1.3 Regelverket for Euronext Growth Advisors og Oslo Børs' oppfølging av dem

De medlemmene på en av Oslo Børs' handelsplasser som har tillatelse til å yte corporate finance-tjenester, trenger bare å undertegne en svært kort tilleggsavtale til medlemsavtalen for å kunne opptre som Euronext Growth Advisor. Denne viser til medlemsreglens bestemmelser om sanksjoner og om Euronext Growth Advisor.

Når det gjelder verdipapirforetak som ikke er medlem av en av Oslo Børs' handelsplasser, var Finanstilsynets forståelse at disse ikke inngår en formell avtale med Oslo Børs når de blir Euronext Growth Advisor. Det er imidlertid, i søknadsskjemaet, inntatt en henvisning til de deler av regelverket for Euronext Growth Oslo som skal gjelde. Dette er "*the admission to trading rules*", imidlertid slik at det er noe uklart hvilke bestemmelser dette gjelder, samt sanksjonsbestemmelsene "*to the extent they are relevant*".

Finanstilsynet la til grunn at en handelsplass' regelverk bør være så klart at brukerne av handelsplassen forstår hvilke rettigheter og plikter som følger av det og misforståelser og unødvendige tvister unngås. Et slikt klarhetskrav følger direkte av verdipapirhandelloven § 9- 26 (1) nr. 1, 2 og 3, men et klart og tydelig regelverk vil være viktig også utenfor virkeområdet til denne bestemmelsen. Finanstilsynet bemerket at kun begrensede deler av handelsplassens regelverk for Euronext Growth Oslo er gjort gjeldende for Euronext Growth Advisors, og at flere forhold ikke så ut til å være regulert. Finanstilsynet stilte derfor spørsmål ved om Oslo Børs har sikret seg de nødvendige rettigheter overfor de Euronext Growth Advisors som ikke allerede er bundet av tilsvarende bestemmelser i egenskap av å være medlem av Oslo Børs' handelsplasser. Finanstilsynet mente dessuten at det var uklart hvordan avtaleverket regulerer selve utøvelsen av rollen som Euronext Growth Advisor og stilte spørsmål ved om regelverket er tilstrekkelig presist når det kun gir sanksjonsreglene anvendelse "*to the extent they are relevant*".

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Oslo Børs må gjennomgå avtaleverket med Euronext Growth Advisors for å sikre at det er tilstrekkelig klart og at det gir Oslo Børs de nødvendige rettigheter, blant annet når det gjelder opplysningsplikt og instruksjoner om utøvelse av rollen som Euronext Growth Advisor.

Oslo Børs opplyste under tilsynet at de har anledning til å sanksjonere Euronext Growth Advisor, herunder suspendere eller terminere avtaleforholdet med dem, men at sanksjonsadgangen ikke er benyttet. Oslo Børs har imidlertid hatt direkte oppfølging av enkelte Euronext Growth Advisors når disse ikke har oppfylt sine forpliktelser i konkrete opptaksprosesser, eksempelvis ikke påsett at alle relevante opplysninger fremkommer av søknadsskjemaet. Finanstilsynet forståelse er at dette primært har skjedd ved uformelle tilbakemeldinger fra Oslo Børs til Euronext Growth Advisor. Inntrykket var at Oslo Børs ikke har en planmessig oppfølging eller kontroll av Euronext Growth Advisors, men at markedsoperatøren påpeker eventuellesvakheter overfor dem når disse oppdages.

Finanstilsynet la til grunn at en eventuell oppfølging og/eller sanksjonering av Euronext Growth Advisors må ta utgangspunkt i forholdenes alvorlighet, herunder om det dreier seg om gjentatte mangler, og uttrykte derfor forståelse for at ikke alle feil fra Euronext Growth Advisors sanksjoneres. Det ble imidlertid stilt spørsmål ved om Oslo Børs er tilstrekkelig tydelige overfor Euronext Growth Advisors til at disse forstår hvilke konkrete krav som gjelder. Finanstilsynet viste her til Oslo Børs' brev av 9. mars 2021 til Euronext Growth Advisors, der markedsoperatørens forventninger til disse kommuniseres. Det fremgår imidlertid

ikke tydelig av brevet at f.eks. opplysninger om eldre straffbare forhold, det vil si mer enn fem år gamle, også skal angis i søknaden, selv om fire av de mest brukte Euronext Growth Advisors nettopp hadde misforstått dette kravet i to separate saker.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at det er behov for at Oslo Børs følger opp Euronext Growth Advisors på en tettere og tydeligere måte for å sikre at de etterlever sine plikter. Finanstilsynets foreløpige vurdering var dessuten at Oslo Børs, som følge av den sentrale rollen markedsoperatøren har gitt Euronext Growth Advisors for å sikre gode opptaksprosesser, burde fulgt dem opp på en mer planmessig måte for å sikre at de oppfyller sine plikter overfor Oslo Børs.

4.4.2 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

4.4.2.1 Euronext Growth Advisors rolle

Når det gjelder Euronext Growth Advisors rolle, bemerket Oslo Børs at det har vært tatt opp 140 selskaper til handel på Euronext Growth Oslo siden opprettelsen av handelsplassen i januar 2016, hvorav 105 av disse opptakssakene er fra 2020 og 2021. Ved oppstarten var det ikke krav til å benytte Euronext Growth Advisor i opptaksprosessene. Basert på erfaringer fra oppstartsfasen, og for å styrke grunnlaget for opptaksvurderingene og opptaksprosessene, innførte Oslo Børs krav om at utstederne måtte engasjere en Euronext Growth Advisor. Dette ble innført høsten 2016, med ikrafttredelse 9. januar 2017. Kravet om Euronext Growth Advisor har dermed vært gjeldende i de fleste opptakssakene.

Oslo Børs har over tid fått stadig større erfaringsgrunnlag for opptak på Euronext Growth Oslo, og derigjennom gjort seg refleksjoner om hvordan opptaksprosessene håndteres av selskapene og Euronext Growth Advisor. Denne erfaringsbakgrunnen, i tillegg til foreløpig tilsynsrapport fra Finanstilsynet, har medført at Oslo Børs vil gjøre enkelte endringer i regelverket for å klargjøre rollen til Euronext Growth Advisor, samt innføre enkelte risikoreduserende tiltak når det gjelder iboende interessekonflikter knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor.

Oslo Børs har derfor besluttet flere tiltak av betydning for ordningen med Euronext Growth Advisors, og planlegger å gjennomføre disse i løpet av første kvartal i 2022:

i. En tydeligere rolledefinisjon for Euronext Growth Advisors

Rollen til Euronext Growth Advisors skal bli tydeligere definert i regelverket, slik at rollen omfatter følgende:

- Sikre at all relevant informasjon sendes til Oslo Børs slik at Oslo Børs kan 1) foreta en selvstendig vurdering av om informasjonsdokumentet inneholder tilstrekkelig informasjon, og 2) vurdere om opptaksvilkårene er oppfylt, herunder beslutte opptak til handel;
- Bistå selskapet med innhenting av tilstrekkelig informasjon til informasjonsdokumentet, og å sikre at informasjonsdokumentet oppfyller innholdskravene fastsatt av Oslo Børs; og
- Vurdere hvorvidt Euronext Growth Oslos opptaksvilkår er oppfylt, herunder vilkåret om egnethet for opptak til handel på handelsplassen. Oslo Børs har påpekt at Euronext Growth Advisor normalt kjenner selskapet godt, og skal sørge for at det gjennomføres tilstrekkelig finansiell og juridisk due diligence, slik at Euronext Growth Advisor skal ha et forsvarlig grunnlag for å vurdere om opptakskravene er oppfylt.

For å tydeliggjøre Euronext Growth Advisors rolle, og deres ansvar for å påse at tilstrekkelige vurderinger gjøres, vil Oslo Børs å innføre et tilleggskrav om at Euronext Growth Advisor vedlegger et eget dokument til

Oslo Børs hvor de redegjør for sine vurderinger og konklusjoner om selskapets oppfyllelse av opptakskravene.

ii. Tydeliggjøring av Oslo Børs' ansvar

Det skal tydeliggjøres i regelverket og veiledningene at beslutningen om opptak baserer seg på Oslo Børs' egen vurdering av all mottatt dokumentasjon og informasjon, samt Oslo Børs' interne rutiner.

Oslo Børs beslutning om opptak på Euronext Growth Oslo vil være basert på Oslo Børs' egen vurdering av hvorvidt de spesifikke opptakskravene er oppfylt, samt hvorvidt de generelle vilkårene om at det foreligger tilstrekkelig informasjon til markedsaktørene og at selskapet anses egnet for opptak til handel er oppfylt. Oslo Børs' opptaksvurdering gjøres på grunnlag av vurdering av blant annet informasjon i søknadsdokumenter, herunder informasjon om omfang og resultat av due diligence-undersøkelser, informasjon i informasjonsdokumentet, i tillegg til informasjon fremkommet gjennom Oslo Børs' egne kontrollhandlinger og selvstendige vurdering av selskapets egnethet for opptak til handel.

For å påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker av handelsplassen kan foreta en velfundert investeringsbeslutning i henhold til vphl. § 9- 26 (1) nr. 2, vil Oslo Børs på eget grunnlag kontrollere at informasjonsdokumentet oppfyller innholdskravene i listen. Dette er også praksis i dag. Det vil i tillegg bli utarbeidet en intern veiledning for kontroll av informasjonsdokumentet for å bidra til ensartet forståelse av de enkelte innholdskrav blant saksbehandlere hos Oslo Børs. Dette vil også bidra til å sikre at informasjon i informasjonsdokumentet fremstår dekkende og konsistent med øvrig informasjon som er mottatt i opptaksprosessen.

iii. Uavhengig due diligence av utsteder

Oslo Børs bemerker at det i stor utstrekning gjennomføres uavhengige due diligence av utsteder også i dag, i tråd med anbefaling fra Verdipapirforetakenes Forbund.

Det vil, i handelsplassens regelverk, stilles krav til at det gjennomføres en uavhengig juridisk og finansiell due diligence i alle opptaksprosesser. Kravene til uavhengighet vil tilsvare kravene til uavhengig due diligence ved opptak til handel på Oslo Børs og Euronext Expand, og kommer i tillegg til gjeldende krav om at dette skal gjennomføres av parter med nødvendig kompetanse.

Omfanget av due diligence-undersøkelsene skal som utgangspunkt fastsettes av Euronext Growth Advisor, som i dag, men skal alltid omfatte forhold av betydning for om utstederen tilfredsstiller vilkårene for opptak til handel i Regelbok II pkt. 2.1. Vurderingene som ligger til grunn for omfanget skal presenteres for Oslo Børs. Resultatene av slik due diligence skal deles med Oslo Børs. Det vil i regelverket også bli presisert at Oslo Børs kan kreve ytterligere due diligence-undersøkelser dersom det anses nødvendig for opptaksvurderingen og innholdet i informasjonsdokumentet.

4.4.2.2 *Vilkår for å bli Euronext Growth Advisor*

Oslo Børs vil endre regelverket for Euronext Growth slik at verdipapirforetak som ønsker å bli Euronext Growth Advisor, må søke særskilt om dette. Kravet om slik søknad vil gjelde uavhengig av om søker allerede er medlem på Oslo Børs eller ikke. Dette avviker fra dagens ordning, hvor medlemmer på Oslo Børs automatisk blir godkjent som Euronext Growth Advisor ved å tiltre et tillegg til medlemsavtalen.

Den nye ordningen innebærer at Oslo Børs vil vurdere egnethet av ethvert verdipapirforetak som søker om å bli Euronext Growth Advisor. Det vil innføres et felles søknadsskjema med de samme informasjons- og dokumentasjonskrav både for medlemmer og ikke-medlemmer. Regelverket vil også inneholde en løpende opplysningsplikt for Euronext Growth Advisors hvor de pålegges å informere Oslo Børs om enhver endring som kan være av betydning for egnethetsvurderingen. Dette inkluderer blant annet organisatoriske endringer, tilbakekall av tillatelser og situasjoner hvor nøkkelpersonell slutter, og vil gi Oslo Børs mulighet til å gjennomføre en fornyet vurdering av Euronext Growth Advisor.

Det vil dessuten innføres rutiner for gjennomføring av en årlig due diligence av Euronext Growth Advisors opp mot egnethetskravet og regelverket for øvrig.

4.4.2.3 Regelverket for Euronext Growth Advisors og Oslo Børs' oppfølging av dem

Oslo Børs har besluttet å innføre et nytt kapittel i regelverket for Euronext Growth Oslo som i sin helhet vil regulere Euronext Growth Advisors. Det vil gjelde for alle Euronext Growth Advisors, uavhengig av om foretaket er medlem på Oslo Børs eller ikke. Kapitlet vil blant annet regulere vilkårene for å bli Euronext Growth Advisor, herunder krav om søknad, løpende forpliktelser, opplysningsplikt, hovedoppgaver og ansvar, samt hvilke tiltak og sanksjonsmuligheter børsen har overfor Euronext Growth Advisors som overtrer regelverket eller som ikke oppfyller kravene for å være Euronext Growth Advisor. På denne måten vil det klart komme frem av regelverket hvilke krav og forpliktelser som gjelder for Euronext Growth Advisors, noe som igjen vil gi Oslo Børs muligheter for å kunne gjennomføre en mer planmessig og løpende oppfølging av Euronext Growth Advisors.

Søknadsskjemaet og avtalen med Euronext Growth Advisor vil oppdateres for å gjenspeile endringene i regelverket, og det vil være en forutsetning for å kunne utøve virksomhet som Euronext Growth Advisor at verdipapirforetaket inngår en såkalt "EGA Agreement" med Oslo Børs hvor Euronext Growth Advisor må bekrefte at det underlegger seg regelverket som gjelder på Euronext Growth Oslo og forplikter seg til å til enhver tid sørge for at kravene til Euronext Growth Advisors er oppfylt. Arbeidet med dette tiltaket er påbegynt, og endringene planlegges implementert innen utløpet av første kvartal 2022.

4.4.3 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet har merket seg de tiltakene Oslo Børs vil treffe for å klargjøre Euronext Growth Advisors rolle, herunder for å hensynta interessekonfliktene knyttet til deres nåværende dobbeltrolle, og tar disse til etterretning. Finanstilsynet bemerker imidlertid at det, ut fra tilsvaret, ikke later til at Oslo Børs vil innhente rapportene fra juridisk og finansiell due diligence. Dersom Oslo Børs kun mottar en redegjørelse for omfanget og resultatene av disse undersøkelsene, forutsetter Finanstilsynet at Oslo Børs påser at de iboende interessekonfliktene knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor håndteres og at markedsoperatøren sikres informasjon om alle relevante funn.

Finanstilsynet tar videre til etterretning de tiltakene Oslo Børs vil treffe for å sikre et klart regelverk og at Euronext Growth Advisors til enhver tid er egnet til å ha denne rollen. Når det gjelder Oslo Børs' oppfølging av Euronext Growth Advisors, har Finanstilsynet merket seg Oslo Børs opplysninger om at det vil komme klart frem av regelverket hvilke krav og forpliktelser som gjelder for Euronext Growth Advisors, noe som igjen vil gi Oslo Børs muligheter for å kunne gjennomføre en mer planmessig og løpende oppfølging av dem. Finanstilsynet forutsetter at muligheten til en slik oppfølging vil bli brukt.

Finanstilsynet nevner for fullstendighetens skyld at Finanstilsynet, i andre deler av det pågående tematisynet med opptaksprosessene på Euronext Growth Oslo, har tatt opp med relevante verdipapirforetak at de plikter å påse at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt og

balansert. Verdipapirforetakene kan dermed ikke fraskrive seg alt ansvar for den informasjon som gis i informasjonsdokumentet. Finanstilsynet er gjort kjent med at det pågår et arbeide knyttet til oppfølgingen av disse merknadene i regi av Verdipapirforetakenes Forbund.

5 Informasjonsdokument

5.1 Rettslig grunnlag

Det er kun er ved opptak til handel på regulerte markeder at det kreves noteringsprospekt, jf. verdipapirhandelloven § 7-1, jf. forordning (EU) 2017/1129 artikkel 3 (3). Erfaringsmessig vil det sjelden gjennomføres prospektpliktige offentlige tilbud i forbindelse med opptaket. Det vil derfor bare unntaksvis utarbeides prospekt i forbindelse med opptak til handel på Euronext Growth Oslo.

Etter verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 2 skal imidlertid operatøren av en multilateral handelsfasilitet påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument.

5.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Ved opptak til handel skal det, etter regelverket for Euronext Growth Oslo, utarbeides et informasjonsdokument med mindre utsteder plikter å offentliggjøre et prospekt etter prospektforordningen. Innholdskravene til informasjonsdokumentet er fastsatt i handelsplassens regelverk. Innholdskravene til informasjonsdokumentet ble endret høsten 2020, i forbindelse med overgang til nytt handelssystem og regelverk. Oslo Børs har i forbindelse med tilsynet opplyst følgende: *"Ved overgang til Optiq ble sjekklisten til informasjonsdokument i vesentlig grad harmonisert med kravene til informasjonsdokument for andre Euronext Growth markeder. Innholdskravene for informasjonsdokumentet er nå hovedsakelig spesifisert i Regelbok del I Vedlegg III i som gjelder for alle Euronext Growth-markedene. De nye innholdskravene er mer generelle i formen sammenlignet med innholdskravene i sjekklisten for Merkur Market som var spesifikke og detaljerte. Hensikten med endringene var harmonisering av krav og ikke at kravene i seg selv skulle være mindre omfattende enn tidligere, selv om dette i praksis vil kunne være tilfellet på noen punkter."*

I tillegg til de innholdskravene som er harmonisert med de andre Euronext Growth-handelsplassene, har Euronext Growth Oslo et generelt krav om at også andre vesentlige forhold eller karakteristika ved utstederen eller dens aksjer skal inntas i informasjonsdokumentet. Oslo Børs har dessuten stilt særskilte krav til opplysninger om visse større transaksjoner, og det er et opptaksvilkår at utstederen kan gi tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene settes i stand til å fastsette markedsriktige kurser.

Oslo Børs har laget en sjekkliste for informasjonsdokumentet, der innholdskravene til dette er inntatt. Sjekklisten er publisert på handelsplassens hjemmeside sammen med bl.a. søknadsskjema for opptak til handel på Euronext Growth Oslo. Det følger av søknadsskjemaet at utfylt sjekkliste, sammen med utkast til informasjonsdokument, skal vedlegges søknaden.

Når det gjelder Oslo Børs' gjennomgang av informasjonsdokumentet, har Oslo Børs opplyst at: *«Saksbehandlere i opptakssaken kontrollerer informasjonsdokument mot sjekkliste som tidligere, men nå mot innholdskravene i oppdatert sjekkliste. I sjekklisten er krav til innhold som følger både av Regelbok del I og Regelbok del II inntatt. Det mottas også en søknad og en del annen informasjon i hver enkelt opptakssak og saksbehandler vil som en naturlig del av dette som tidligere også vurdere om informasjonen i informasjonsdokumentet fremstår som konsistent og fullstendig sammenholdt med øvrig mottatt informasjon.»*

Ved Finanstilsynets foreløpige vurdering av om Oslo Børs har oppfylt sin plikt til å påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument, ble det hensyntatt at dette er et mindre strengt informasjonskrav enn for EØS-prospekter etter verdipapirhandelloven kapittel 7. Finanstilsynet uttrykte imidlertid at kravene til informasjonsdokumentet må sees i lys av at det normalt er lite offentlig informasjon tilgjengelig om selskapene som søker om opptak til handel på Euronext Growth Oslo, blant annet fordi disse selskapene sjelden er tatt opp til handel på andre handelsplasser med tilhørende informasjonsplikt. Det er dessuten et stort innslag av ikke-profesjonelle investorer i mange av selskapene på Euronext Growth Oslo. Etter Finanstilsynets vurdering skjerper dette kravene til forståelig og utfyllende informasjon.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Oslo Børs' innholds krav til informasjonsdokumentene i de fleste tilfeller vil bidra til at markedsoperatøren oppfyller sine plikter etter verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 2, blant annet ved at det kreves at *"The Information Document must also address any significant matters or characteristics associated with the Issuer or its Shares that are not covered by these content requirements, including (without limitation) sufficient information about any transactions that are planned for the period prior to admission to trading"*. Finanstilsynet så det imidlertid som uheldig at sjekklisten, etter endringene i november 2020, nå er svært overordnet. Den gir dermed lite konkret veiledning ved skrivingen av informasjonsdokumentet. Det er søker selskapene som er gitt i ansvar å gi tilstrekkelig informasjon til at markedsaktørene settes i stand til å fastsette markedsriktige kurser. Finanstilsynet la til grunn at ledelsen i søker selskapene i mange tilfeller har begrenset erfaring fra kapitalmarkedene. Den har dermed ikke nødvendigvis et godt grunnlag for å vurdere hvilken informasjon som vil gjelde *"significant matters or characteristics"*. Den har dessuten normalt en egeninteresse i at informasjonen som gis, bidrar til et positivt inntrykk av selskapet og til en høy pris på aksjene som tas opp til handel. Dette tilsier at negativ informasjon som utsteder ikke oppfatter som informasjonspliktig, sjelden vil offentliggjøres. Manglende informasjon om viktige forhold vil være vanskelig å oppdage for utenforstående, særlig hvis det ikke gjennomføres full due diligence. Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at det er behov for relativt omfattende veiledning fra Oslo Børs til utstederne om hvilken informasjon som bør, eventuelt må, inntas i et informasjonsdokument. Dette gjelder selv om selskapene bistås av en Euronext Growth Advisor ved utarbeidelse av søknad og informasjonsdokument ettersom Finanstilsynets foreløpige vurdering var at denne har en dobbeltrolle som både gir en uklar ansvarsdeling og opphav til potensielle interessekonflikter som må håndteres.

Som eksempler på forhold som ikke lenger fremgår av sjekklisten for informasjonsdokumenter, påpekte Finanstilsynet at den ikke lenger inneholder henvisning til at det skal gis informasjon om utstedte tegningsretter, konvertible obligasjoner mv eller at revisor har trukket seg. Videre nevnes ikke styrets og ledelsens konkurskarantener, forvaltningsrettslige sanksjoner samt domfellelser for økonomisk kriminalitet (i stedet benyttes det snevrere begrepet *"fraud related convictions"*). Oslo Børs har opplyst at dette gjennomgående er informasjon som selskapet skal informere Oslo Børs om i søknaden, og som administrasjonen ved behov påser at inntas i informasjonsdokumentet. Det er tilsiktet at søker selskapene gir Oslo Børs mer informasjon i anledning søknadsbehandlingen enn det som selskapet skal opplyse markedet om. Finanstilsynet uttrykte forståelse for at Oslo Børs har behov for mye informasjon fra søker, blant annet for å vurdere om utsteder oppfyller handelsplassens krav til egnethet. Finanstilsynet merket seg også at det, i en av opptakssakene som Finanstilsynet innhentet dokumentasjon fra, var et tilfelle der det fremkom viktig informasjon under søknadsbehandlingen. I den aktuelle saken sikret Oslo Børs at den relevante informasjonen ble offentliggjort selv om den ikke fremgikk av utkastet til informasjonsdokument. Finanstilsynet påpekte likevel at Oslo Børs ikke later til å ha instruks eller rutiner som på en tydelig måte pålegger saksbehandlerne å løpende påse at relevant informasjon fra søknaden også kreves inntatt i

informasjonsdokumentet. Det kunne heller ikke sees at Oslo Børs har sjekklister eller annen veiledning til saksbehandlerne om hvilken informasjon fra søknadene som typisk bør inntas i informasjonsdokumentet. Finanstilsynet stilte dessuten spørsmål ved om saksbehandlerne har tilstrekkelig tid til å foreta en så inngående gjennomgang av søknaden som slik "informasjonssortering" nødvendiggjør.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Oslo Børs' rutiner, sammenholdt med den nye sjekklisten, bør endres for å sikre at markedet alltid får tilstrekkelig informasjon til å foreta en velfundert investeringsbeslutning.

5.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Oslo Børs vil fastsette interne prosedyrer for å sikre at saksbehandlerne får nødvendig opplæring og veiledning med hensyn til gjennomgang av informasjonsdokumenter og kravene som stilles til et informasjonsdokument, samt for å sikre at relevant informasjon fra opptakssøknader er inkludert i informasjonsdokumentet.

Videre vil Oslo Børs endre den eksisterende innholdslisten (sjekklisten) for informasjonsdokumentet slik at denne baserer seg på utvalgte innholds krav fra innholdslistene etter prospektforordningen (annex 1 og annex 11). Den endrede listen vil dermed i hovedsak tilsvare innholdslisten for informasjonsdokumentet slik den var før harmoniseringen med de øvrige Euronext Growth handels plassene, likevel slik at den er oppdatert med nødvendige endringer.

Oslo Børs har, i etterfølgende e-postkorrespondanse med Finanstilsynet, presisert at de løpende vil vurdere hvorvidt Euronext Growth Oslo har hensiktsmessig regelverk for opptak til handel, herunder om kravene til finansiell informasjon om selskapene er tilstrekkelig, samt at Oslo Børs har fokus på at det gis tilstrekkelig informasjon til markedet i opptaks sakene den arbeider med løpende. Den vil også fastsette interne rutiner om at det, dersom et selskaps finansielle informasjon i en opptakssak fremstår fragmentert og uoversiktlig, vil være naturlig å kreve at det utarbeides en oppsummering av den finansielle informasjonen og selskapets resultat og stilling. Videre er det opplyst at det, i de tilfeller innholds kravene i den nye sjekklisten er sammenfallende med bestemmelser i prospektforordningen, vil ESMA sine vurderinger (guidelines, Q&A, etc.) være relevante ved tolkningen av disse. Dette presiseres i nytt utkast til sjekkliste for informasjonsdokument.

Arbeidet med tiltakene knyttet til informasjonsdokumentet er påbegynt og vil implementeres i løpet av Q1 2022.

5.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet har merket seg de tiltakene Oslo Børs vil treffe for å påse at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning, sett hen til type bruker og type finansielt instrument, herunder at de løpende vil vurdere hvorvidt kravene til finansiell informasjon om selskapene er tilstrekkelig. Finanstilsynet tar disse tiltakene til etterretning, og ber om å få endelig versjon av sjekkliste for informasjonsdokumentet når den er klar.

6 Regelverk

6.1 Rettslig grunnlag

Det fremgår av verdipapirhandelloven § 9-26 første ledd nr. 1, 2 og 3 at operatøren av en multilateral handelsfasilitet skal ha klare regler og rutiner for rettferdig og ordnet handel, klare og offentliggjorte regler for hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet samt klare og ikke-diskriminerende regler basert på objektive kriterier om tilgang til fasiliteten.

6.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Regelverket for Euronext Growth Oslo består av Regelbok I, som inneholder harmoniserte regler som gjelder for alle Euronext Growth-markedene, samt Regelbok II, som inneholder særskilte regler for Euronext Growth Oslo. Reglene i Regelbok II utfyller, og gjør i en del tilfeller unntak fra, Regelbok I. I tillegg får deler av regelverket for de regulerte markedene i Euronext-konsernet anvendelse, og det er utgitt flere "notiser" som tolker eller gjennomfører regelverket. Finanstilsynets gjennomgang av regelverket fokuserte på de bestemmelsene som inngår i tilsynet, det vil si reglene om opptak til handel av finansielle instrumenter.

Finanstilsynet påpekte at regelverket for Euronext Growth Oslo er til dels vanskelig å forstå og at dette skyldes flere samvirkende forhold, herunder regelverksstrukturen. Som nevnt i foregående avsnitt er det tre nivåer på handelsplassens regelverk (Regelbok I, Regelbok II og notiser), der Regelbok II gjør unntak fra Regelbok I på viktige punkter. I tillegg er mange av de harmoniserte medlemsreglene som gjelder for de regulerte markedene, jf. Euronext Regelbok I, gjort gjeldende for medlemmene på Euronext Growth Oslo. Denne strukturen gjør det vanskelig å få full oversikt over hvilke regler som gjelder ettersom det er nødvendig å sette seg inn i mange ulike regelbøker, herunder finne de relevante unntaksbestemmelsene og henvisningsbestemmelsene. Det ble også vist til enkelte punkter i regelverket der det er feil henvisninger eller der reglene av andre årsaker er upresise eller uklare. Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at det er behov for at Oslo Børs treffer tiltak for å sikre at regelverket som gjelder for Euronext Growth Oslo oppfyller kravene til "klart" regelverk i verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 1 – 3

Finanstilsynet var også kritisk til at regelverket åpner for opptak til handel av aksjer i en ny aksjeklasse når utsteder har andre aksjeklasser tatt opp til handel på de regulerte markedene Oslo Børs eller Euronext Expand. Finanstilsynet påpekte at, selv om et selskap allerede utsteder finansielle instrumenter som er tatt opp til handel på en handelsplass, må handelsplassen påse at det finnes "tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning", jf. verdipapirhandelloven. § 9-26 (1) nr. 2. Det er med andre ord nødvendig å sikre markedet god informasjon om selve det finansielle instrumentet, og ikke bare om utsteder, og Finanstilsynet stilte spørsmål ved om dette informasjonskravet kan forenes med det som Oslo Børs beskriver som "*en relativt rask prosess uten omfattende dokumentasjonskrav*". Når en ny aksjeklasse utstedes, vil det dessuten som utgangspunkt være krav om publisering av et godkjent prospekt før den kan noteres på et regulert marked. Prospektplikten skal bidra til at markedet får god informasjon om de nye aksjene og gjelder selv om utsteder er notert på Oslo Børs og markedet derfor har fått løpende og periodisk informasjon fra det. Et opptak til midlertidig handel av nye aksjeklasser i påvente av prospektgodkjenning vil dermed gi investorene mindre informasjon om de nye aksjene før handelen i dem starter enn det som er lovens intensjon. Finanstilsynet antok at ordningen kan bidra til å redusere effekten av prospektet som middel til å sikre god informasjon til markedet, og at den innebærer en potensiell risiko for at handelen den første perioden skjer til feil kurs dersom informasjon av betydning for prisingen av aksjen først blir kjent når prospektet publiseres. Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at ordningen med midlertidig opptak kan være i strid med Oslo Børs plikt til å påse at det er tilstrekkelig offentlig informasjon tilgjengelig, jf. verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2, og til å ha klare regler og rutiner for en rettferdig og ordnet handel, jf. verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr 1.

I regelverket oppstilles det krav til Euronext Growth Advisors uavhengighet fra utsteder, blant annet kreves det at Euronext Growth Advisors eventuelle eierskap skal meddeles Oslo Børs og fremgå av informasjonsdokumentet. Finanstilsynet påpekte at lignende interessekonflikter kan oppstå også i andre tilfeller, eksempelvis ved aksjeposter som eies av ledende ansatte, ansatte involvert i den aktuelle opptaksprosessen eller betydelige eiere hos Euronext Growth Advisor, uten at handelsplassen har stilt tilsvarende krav i disse tilfellene. Finanstilsynets foreløpige vurdering var derfor at Oslo Børs' regler om

Euronext Growth Advisors uavhengighet bør utfylles på dette punktet. Dette gjaldt selv om også verdipapirhandelloven har bestemmelser av betydning for uavhengigheten til Euronext Growth Advisor.

6.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Oslo Børs er enig med Finanstilsynet når det gjelder de spesifikke uklarhetene som er påpekt i den foreløpige rapporten, og vil foreta endringer i regelverket for Euronext Growth Oslo for å oppfylle kravet til klare regler i verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 1-3. Videre vil Oslo Børs foreta en fullstendig gjennomgang av regelverket for Euronext Growth Oslo, herunder med fokus på blant annet begrepsbruk, språk, henvisninger mv. Arbeidet har startet, og endringene planlegges implementert i løpet av første kvartal 2022.

Muligheten til å oppta nye aksjeklasser midlertidig til handel på Oslo Børs har aldri blitt brukt, og vil bli avsluttet.

Oslo Børs vil innta et nytt kapittel i Regelbok II vedrørende Euronext Growth Advisors, og vil i den anledning utvide reglene om Euronext Growth Advisors uavhengighet. Et utkast til slike regler er fremlagt. De reviderte reglene vil blant annet dekke interessekonflikter som kan oppstå hvis ledende ansatte eller betydelige eiere i Euronext Growth Advisor, enkeltvis eller på konsolidert basis, eier aksjer i utsteder. Når det gjelder ansatte i Euronext Growth Advisor som bistår utsteder i opptaksprosessen, vil det introduseres en regel om at disse ikke kan eie aksjer i utsteder. Det vil innføres en dispensasjonsadgang, som Oslo Børs er i ferd med å arbeide videre med. Oslo Børs har imidlertid presisert at dispensasjonsadgangen vil være basert på at forholdet har vært underlagt en forsvarlig prosess og vurderinger hos Euronext Growth Advisor og at eierskapet, og begrunnelse for den ansattes deltakelse på oppdraget, tilkjennegis gjennom informasjonsdokumentet.

6.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet har merket seg at Oslo Børs vil treffe tiltak for å sikre at regelverket til Euronext Growth Oslo oppfyller kravene til klare regler i verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 1-3, avslutte muligheten for midlertidig opptak til handel av nye aksjeklasser samt utfylle regelverkets bestemmelser om Euronext Growth Advisors uavhengighet. Finanstilsynet tar dette til etterretning, og ber om å få tilsendt oppdatert regelverk straks det er fastsatt.

For fullstendighetens skyld nevner Finanstilsynet at også verdipapirhandelloven har bestemmelser av betydning for uavhengigheten til Euronext Growth Advisor som disse må etterleve. Finanstilsynet ber om at Oslo Børs inntar en påminnelse om dette i regelverket.

7 Compliance

7.1 Rettslig grunnlag

Multilaterale handelsfasiliteter skal ha en funksjon for etterlevelseskontroll (compliance), jf. verdipapirhandelloven § 9-8, jf. § 9-16 første ledd nr. 1, som ytterligere utdypet i verdipapirforskriften § 9-33. Sistnevnte bestemmelse viser til kommisjonsforordning (EU) 2017/565, der det fremgår av artikkel 22 annet ledd at compliance-funksjonen skal være permanent og effektiv, og operere uavhengig. Den skal blant annet, på jevnlig basis, vurdere hensiktsmessigheten og effekten av tiltakene, rutinene og prosedyrene iverksatt for å sikre etterlevelse av kravene i verdipapirhandelloven.

7.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Oslo Børs oppfyller kravet om å ha en compliancefunksjon for den multilaterale handelsfasiliteten. Det pågår en reorganisering av denne compliancefunksjonen, og vurderingen av dens organisering og bemanning har derfor ikke vært en del av dette tilsynet. Under tilsynet ble det dermed bare fokusert på compliance-funksjonens oppfølging av opptak av nye selskaper på Euronext Growth Oslo.

Finanstilsynet ba i anledning tilsynet om compliance-rapporter knyttet til opptak til handel/notering på Oslo Børs' handelsplasser de siste tre årene, samt årsplaner for compliance for 2018-2021.

Finanstilsynet fant at fremlagt materiale indikerte at det har vært foretatt få kontrollhandlinger av opptaksprosessen på Euronext Growth Oslo, selv når man hensyntok at det i 2019 ble foretatt en internrevisjon av førstehåndsmarkedet. Compliancefunksjonen kan, ved vurderingen av hvilke kontroller den selv skal utføre, ta hensyn til andre kontrollfunksjoners kontroller og undersøkelser/gjennomganger av etterlevelsen i selskapet⁷.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at compliance-funksjonen bør ha en tettere oppfølging av opptaksprosessen for Euronext Growth Oslo, bl.a. i lys av at dette er et viktig område for tilliten til Oslo Børs samt at selskapet har flagget opptaksprosessene som områder med potensielle interessekonflikter.

7.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Oslo Børs vil treffe følgende tiltak med hensyn til compliance-funksjonen:

- i. Compliance-funksjonen skal ha en tettere oppfølging av opptaksprosessen for Euronext Growth Oslo, herunder ved regelmessig vurdering av effektiviteten av tiltakene iverksatt for å sikre at Oslo Børs etterlever lovkravene. Slik oppfølging skal inntas i årsplanen for compliance-funksjonen og tas inn i de kvartalsvise møter som compliance har med noteringsavdelingen.
- ii. Som en del av den årlige, interne kontrollprosessen vil compliance-funksjonen, som i dag, gjennomgå opptaksrutinene og støttedokumentasjonen.
- iii. Det skal implementeres rutiner for å gjennomføre en årlig due diligence av Euronext Growth Advisors opp mot egnethetskravet og regelverket for øvrig.

7.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet har merket seg de tiltakene Oslo Børs vil treffe for å sikre at compliance-funksjonen har en tettere oppfølging av opptaksprosessen for Euronext Growth Oslo, og tar disse til etterretning.

⁷ Jf. Finanstilsynets rundskriv 5/2015 om "Kontrollfunksjonen (compliancefunksjonen) i verdipapirforetak.

For Finanstilsynet

Knut Haugan
seksjonsleder

Håvard Møgster
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.