



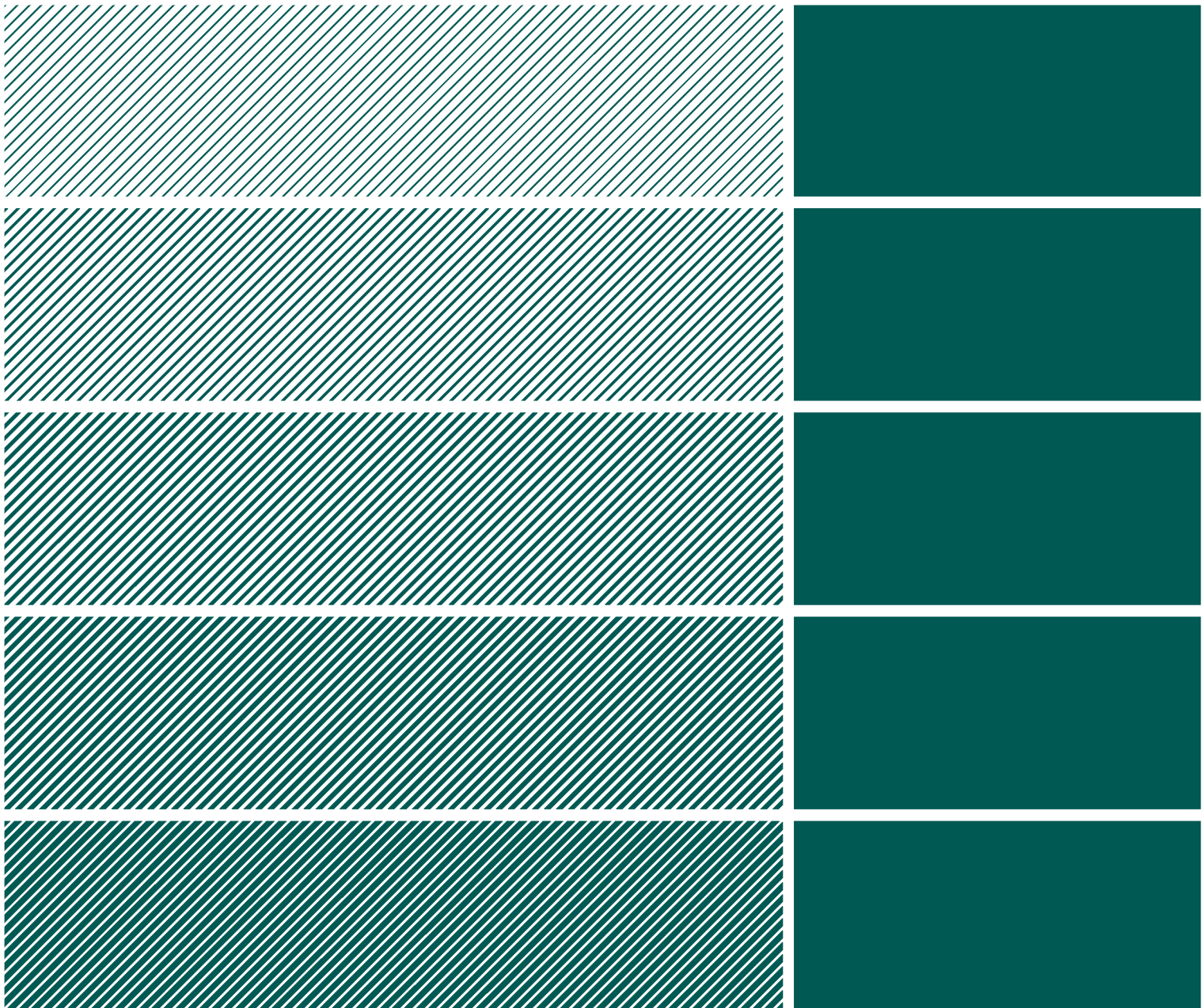
**FINANSTILSYNET**

THE FINANCIAL SUPERVISORY  
AUTHORITY OF NORWAY

Rapport, januar 2022

# Euronext Growth Oslo

Tematilsyn med handelsplassen, verdipapirforetak og  
revisjonsselskaper 2021



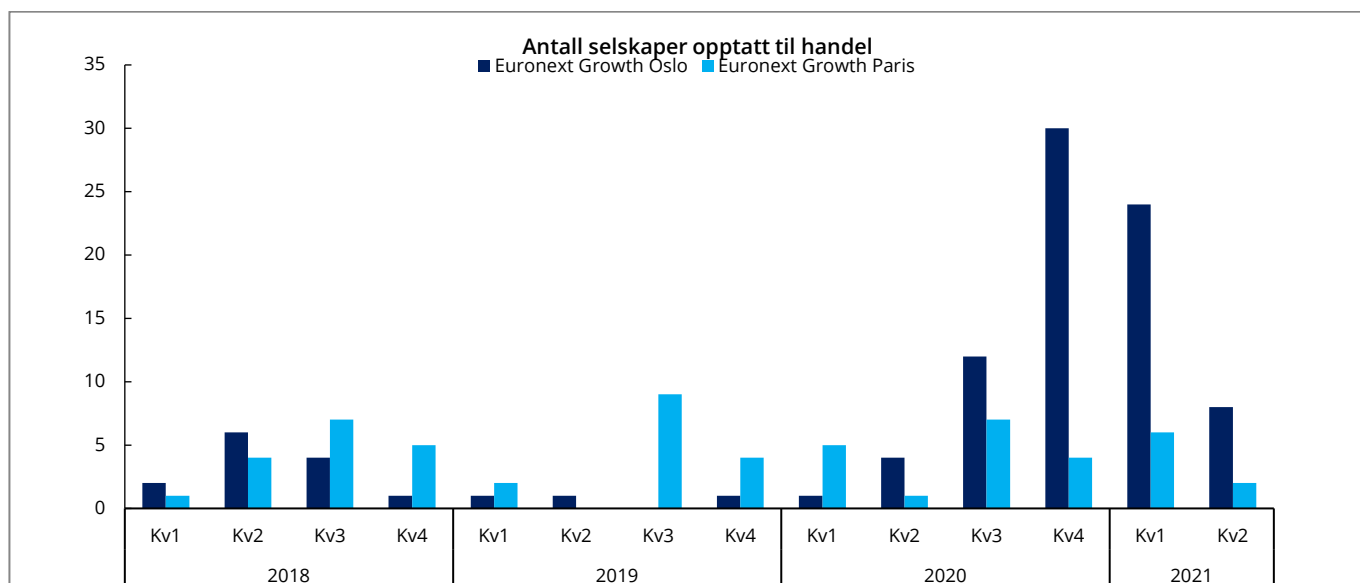
## Innhold

<b>1</b>	<b>BAKGRUNN</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>FINANSTILSYNETS UNDERSØKELSER</b>	<b>6</b>
<b>3</b>	<b>HOVEDFORSKJELLER MELLOM REGULERT MARKED OG MHF</b>	<b>7</b>
<b>4</b>	<b>SÆRTREKK VED INVESTORENE</b>	<b>8</b>
<b>5</b>	<b>TEMATILSYNET MED OSLO BØRS</b>	<b>11</b>
<b>6</b>	<b>TEMATILSYNET MED VERDIPAPIRFORETAKENE</b>	<b>12</b>
<b>7</b>	<b>VERDIPAPIRFORETAKENES INVESTERINGSANBEFALINGER</b>	<b>15</b>
<b>8</b>	<b>TEMATILSYNET MED REVISJONSSELSKAPENE</b>	<b>16</b>

## 1 BAKGRUNN

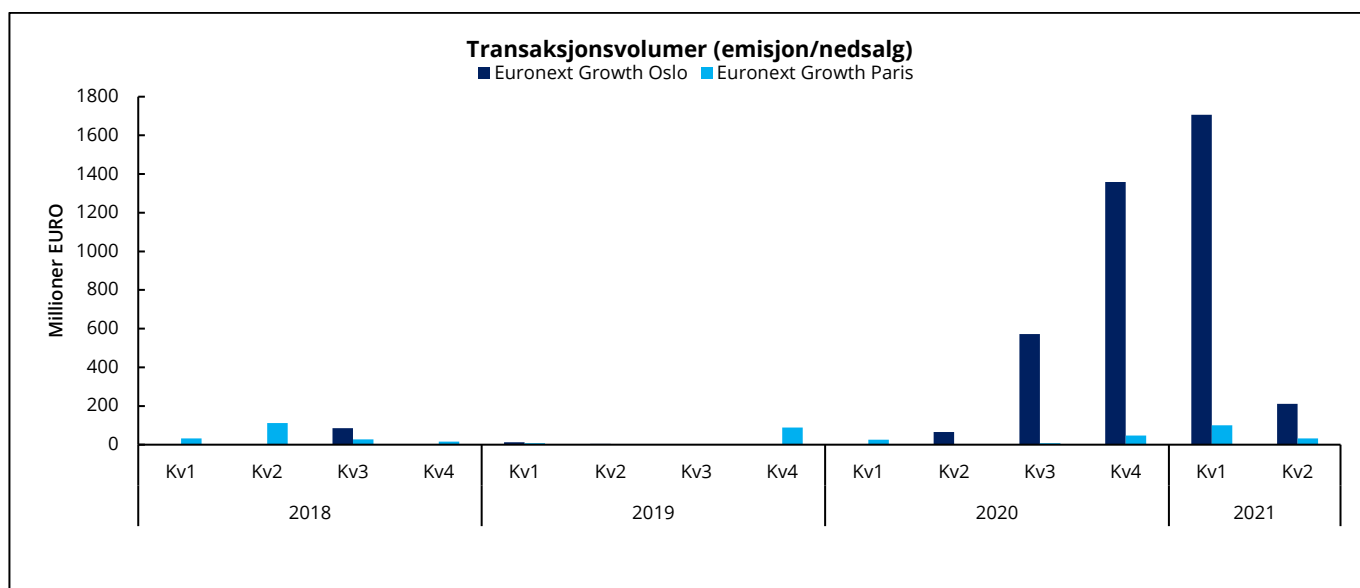
Den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo åpnet i 2016 under navnet Merkur Market. I 2020 hadde handelsplassen en kraftig økning i antall utstederselskaper tatt opp til handel og i tilknyttede transaksjonsvolumer (emisjoner/nedsalg).

Antall selskaper tatt opp til handel på henholdsvis Euronext Growth Oslo og Euronext Growth Paris er vist i grafen under (Euronext-gruppens øvrige Growth handelsplasser – Brussel, Dublin og Lisboa – har hatt svært få opptak, og er ikke tatt med i sammenligningsgrunnlaget). 66 av de totalt 115 selskapene på Euronext Growth Oslo ble tatt opp til handel i perioden f.o.m. 3. kvartal 2020 t.o.m. 1. kvartal 2021. Til sammenligning ble det i samme periode tatt opp 17 selskaper til handel på Euronext Growth Paris.



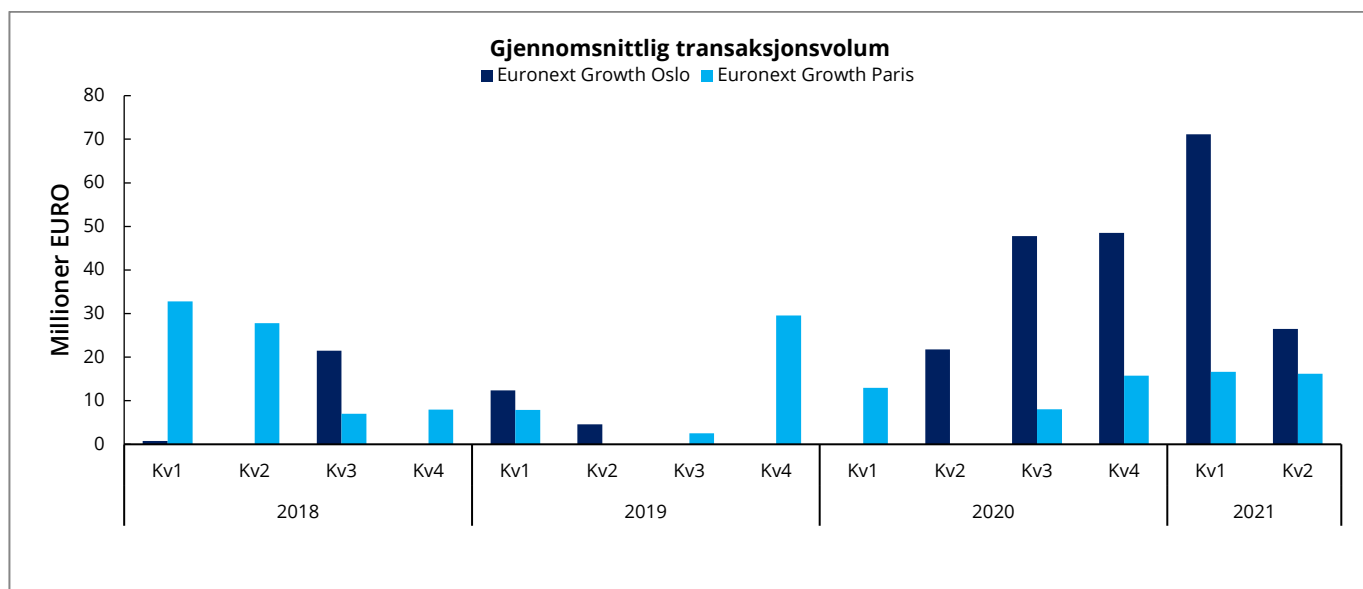
Kilde: Euronext Growth

I samme periode økte transaksjonsvolumene (samlede aksjeemisjoner og nedsalg fra eksisterende aksjonærer) i forkant av opptak til handel på Euronext Growth Oslo kraftig, med et samlet volum tilsvarende 3,6 milliarder euro i de tre kvartalene. Til sammenligning var samlet transaksjonsvolum i tilknytning til opptak på Euronext Growth Paris i samme periode 155 millioner euro.



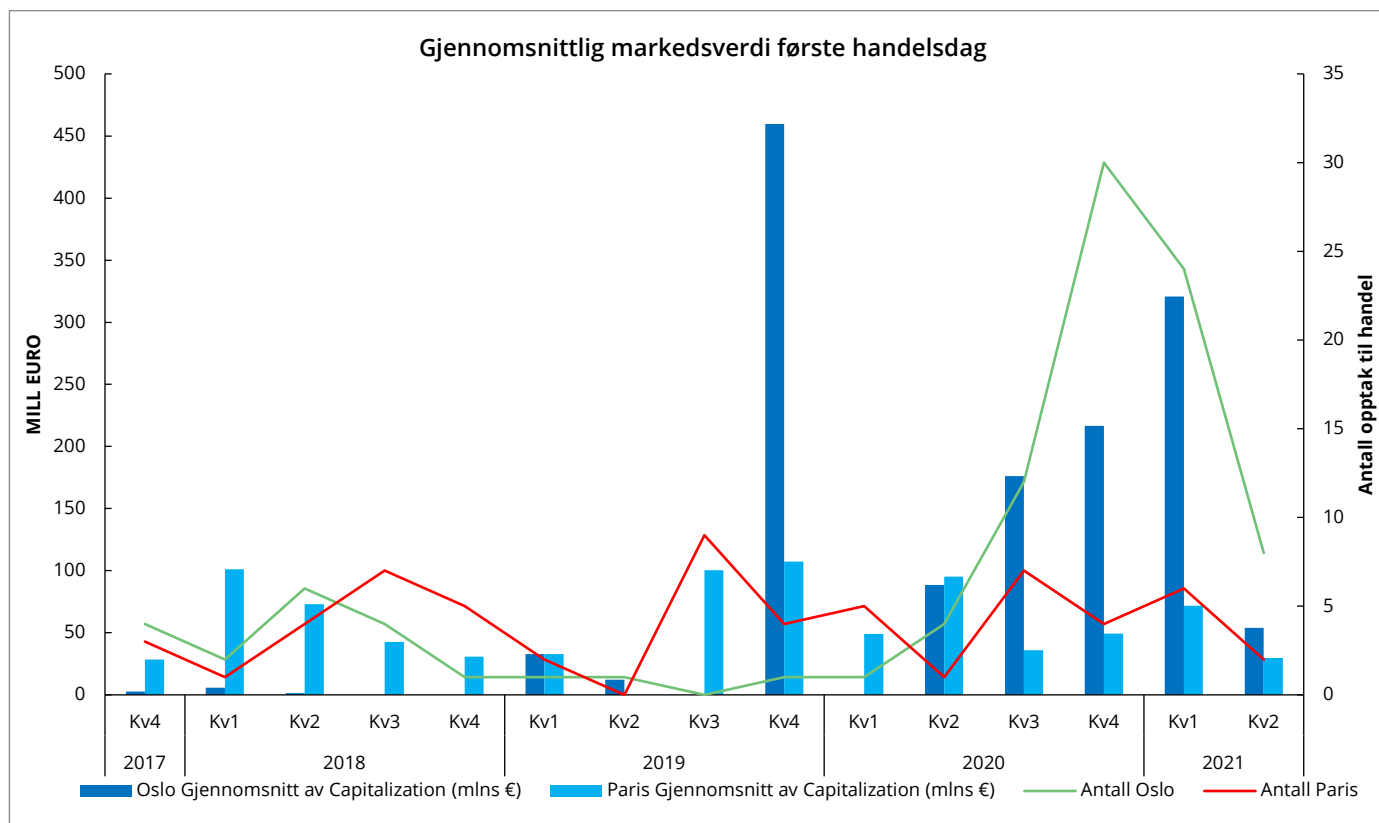
Kilde: Euronext Growth

Aksjetransaksjonene knyttet til det enkelte utstederforetaket ble i de tre kvartalene også betraktelig større, med et gjennomsnittlig transaksjonsvolum knyttet til opptaksprosessene på Euronext Growth Oslo tilsvarende 55 millioner euro, sammenlignet med et gjennomsnittlig volum tilsvarende 8 millioner euro i de ti foregående kvartalene.



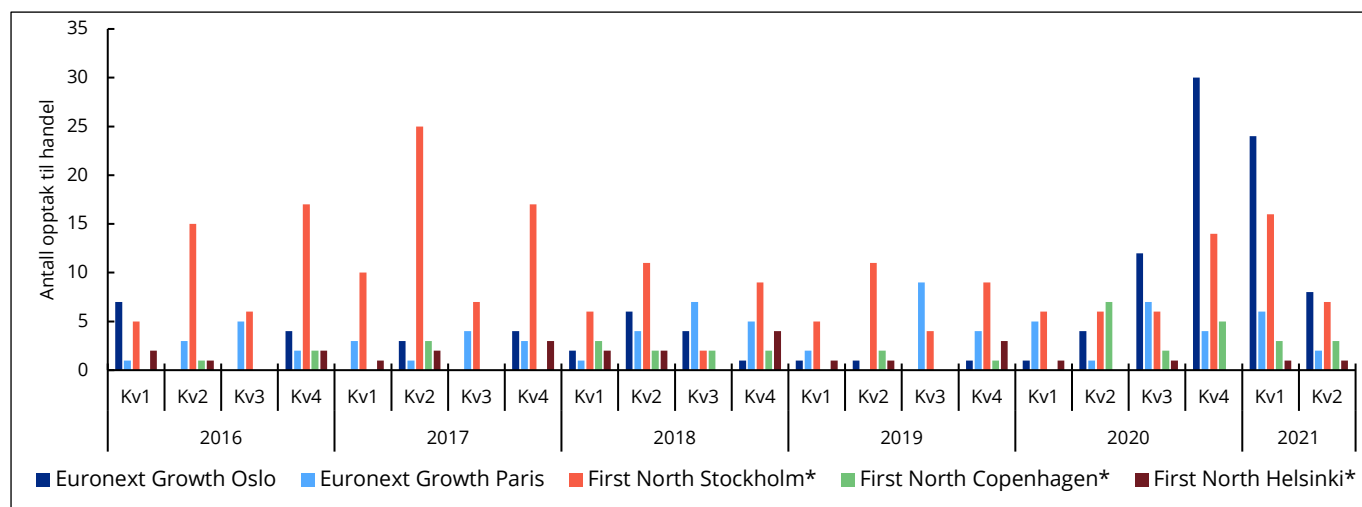
Kilde: Euronext Growth

I perioden f.o.m. 3. kvartal 2020 t.o.m. 1. kvartal 2021 var det også en betydelig økning i verdsettelsen av selskapene tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo. Den gjennomsnittlige markedsverdien (første handelsdag) økte i perioden fra 89 millioner euro i 2. kvartal 2020 til 321 millioner euro i 1. kvartal 2021 (verdien i 4. kvartal 2019 omfatter kun ett selskap tatt opp til handel – Kahoot!).



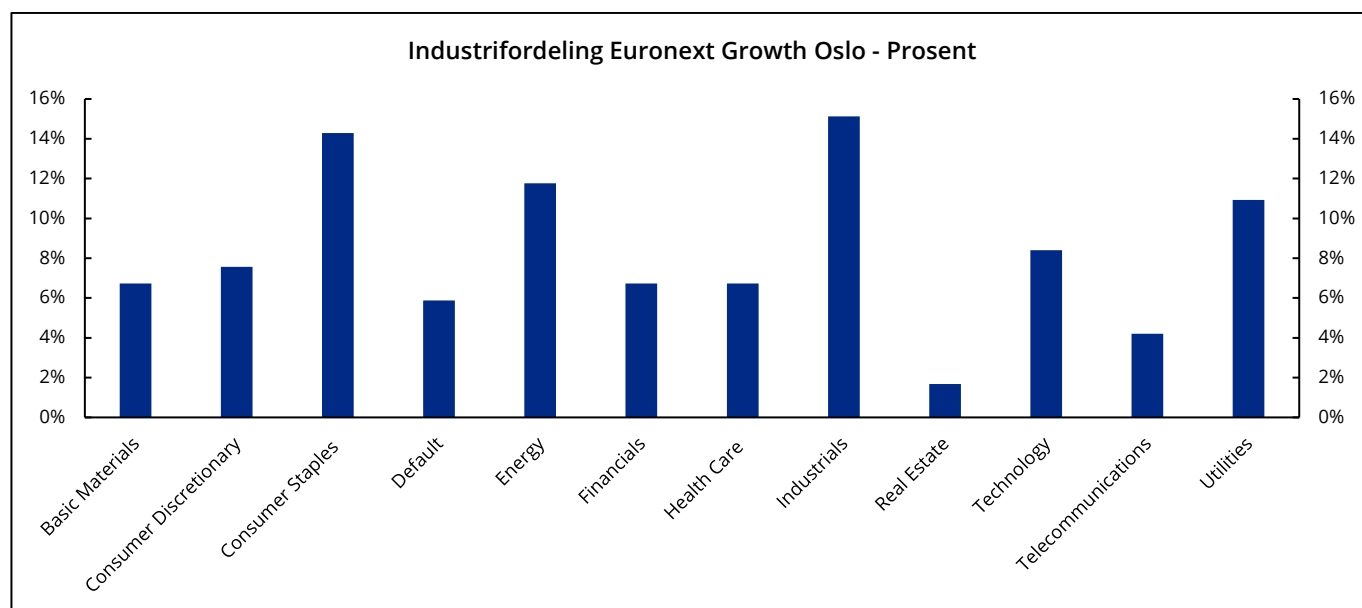
Kilde: Euronext Growth

For sammenligningens skyld, vises også antall opptak per kvartal siden 2016 for de to Euronext Growth-handelsplassene i Oslo og Paris sammen med Nasdaqs First North Growth handelsplasser i Stockholm, København og Helsinki.<sup>1</sup>



Kilde: Euronext Growth og Nasdaq

Selskapene på Euronext Growth Oslo driver innen en rekke ulike næringer. Flere driver innen fiskeoppdrett og oppdrettsrelatert virksomhet, fornybar energi eller IKT. Handelsplassens egen statistikk viser følgende sektorinndeling:



Kilde: Euronext Growth

Felles for selskapene som tas opp til handel på Euronext Growth Oslo, er at de har typisk langt kortere historikk og mer begrenset virksomhet enn børsnoterte selskaper. Mange er nystartede og har ingen eller svært lave driftsinntekter. Investeringer i slike selskaper innebærer dermed høyere risiko enn investeringer i kommersielt etablerte børsnoterte selskaper. En viktig årsak er at opptakskravene på denne handelsplassen er satt lavere enn for Oslo Børs' øvrige handelsplasser. Det er ikke prospektplikt knyttet

<sup>1</sup> Tallene for First North Stockholm, København og Helsinki inkluderer ikke tall for «mellommarkedet» First North Premier.

til opptak på Euronext Growth. Det lages i stedet et informasjonsdokument som gir investorene grunnleggende informasjon om selskapet og dets virksomhet og planer, samt en oversikt over vesentlige risikofaktorer.

Finanstilsynet har 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 hos Oslo Børs (som markedsoperatør for Euronext Growth Oslo) og verdipapirforetak og revisjonsselskaper som har vært involvert i de aktuelle prosessene.

Utstederselskapene benytter såkalte Euronext Growth Advisors (tidligere Merkur Market Advisors) til å bistå med opptaksprosessen og kvalitetssikring av informasjonsdokumentet. Euronext Growth Advisor skal bekrefte overfor Oslo Børs at utstederselskapet oppfyller samtlige opptaksvilkår, og at utsteders aksjer er egnet for opptak til handel. Denne rollen ivaretas av de samme verdipapirforetakene som tilrettelegger og plasserer selskapenes emisjoner, og eventuelt hovedaksjonærers aksjesalg, i tilknytning til opptaksprosessen. Finanstilsynet har særskilt vurdert håndteringen av interessekonflikter knyttet til verdipapirforetakenes ulike roller – både i forbindelse med tilsynet hos handelsplassen og i forbindelse med tilsynene hos verdipapirforetakene.

## 2 FINANSTILSYNETS UNDERSØKELSER

Finanstilsynets tematisyn har vært begrenset til opptaksprosesser, transaksjoner og revisjon knyttet til utvalgte utstederselskaper. Det er gjennomført fullt tematisyn hos de aktuelle aktørene knyttet til ni utvalgte utstederselskaper. I tillegg har Finanstilsynet gjennomgått tegnings- og tildelingslister knyttet til emisjon/aksjesalg for ytterligere seks utstederselskaper. Utstederselskapene er plukket ut tilfeldig, men likevel slik at flest mulig av de større og toneangivende verdipapirforetakene ble inkludert i undersøkelsene.

Finanstilsynet har vurdert Oslo Børs' håndtering av opptaksprosessen for fem utvalgte utstederselskaper: Play Magnus AS, GNP Energy AS, Aker Horizons AS, Huddly AS og Flyr AS. Tilsynet med handelsplassen har vært begrenset til spørsmål knyttet til opptaksprosessen, med vekt på handelsplassens regelverk, opptaksrutiner og håndtering av interessekonflikter. Handelsplassens ordning med Euronext Growth Advisors, og praksis for å dispensere fra opptaksvilkår og utstederselskapenes løpende forpliktelser, er også vurdert.

Tematisynet med verdipapirforetakene har omfattet de åtte foretakene/filialene ABG Sundal Collier, Carnegie, DNB Markets, Nordea Markets, Pareto Securities, SEB, SpareBank 1 Markets og Swedbank. Tabellen under viser utstederselskapene som undersøkelsene tok utgangspunkt i, og verdipapirforetakenes roller.

**Tematilsyn verdipapirforetakene:**

Utstederselskap	Undersøkelse	Rådgiver (Advisor) i opptaksprosessen	Manager (tilrettelegging, plassering) i transaksjonen
1 Aker Carbon Capture AS	Fullt tematilsyn	Carnegie	Carnegie, SEB, Sparebank 1 Markets
2 Aker Horizons AS	Fullt tematilsyn	ABG Sundal Collier, DNB Markets, Nordea Markets, Pareto Securities	ABG Sundal Collier, DNB Markets, Nordea Markets, Pareto Securities, Carnegie, SEB
3 Everfuel A/S	Fullt tematilsyn	Sparebank 1 Markets	Sparebank 1 Markets
4 Flyr AS	Fullt tematilsyn	Carnegie, Sparebank 1 Markets	Carnegie, Sparebank 1 Markets
5 Huddly AS	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		ABG Sundal Collier, Pareto securities
6 Patientsky Group AS	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		Carnegie, DNB Markets
7 Play Magnus AS	Fullt tematilsyn	ABG Sundal Collier, Sparebank 1 Markets	ABG Sundal Collier, Sparebank 1 Markets
8 Proximar Seafood AS	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		ABG Sundal Collier, Pareto securities
9 Pryme B.V.	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		Pareto Securities, Carnegie, SEB
10 Rana Gruber AS	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		DNB Markets, Sparebank 1 Markets
11 Salmon Evolution Holding AS	Fullt tematilsyn	DNB Markets, Pareto Securities	DNB Markets, Pareto Securities, Sparebank 1 Markets
12 The Kingfish Company N.V	Fullt tematilsyn	DNB Markets, Swedbank	DNB Markets, Swedbank
13 Volue AS	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		ABG Sundal Collier
14 Zaptec AS	Undersøkt tegnings- og tildelingslister		ABG Sundal Collier

Finanstilsynets revisjonstilsyn har omfattet revisjonen av seks utstederselskaper utført av de fire revisjonsselskapene KPMG, BDO, PwC og Mazars.

### 3 HOVEDFORSKJELLER MELLOM REGULERT MARKED OG MHF

Handelsplassen Euronext Growth Oslo er en multilateral handelsfasilitet (MHF). Det er store likhetstrekk mellom et regulert marked (børs) og en MHF. Handelsplassene er begge multilaterale systemer der flere kjøps- og salgsinteresser i finansielle instrumenter kobles sammen på en måte som kan føre til at det inngås en bindende handel.

De lovfestede kravene til regulerte markeders og MHF-ers virkemåte og handelsprosesser – knyttet til bl.a. handelssystemer, «tick sizes», markedsovervåking og offentliggjøring av ordrer og handler – er stort sett identiske. Det er likevel viktige forskjeller mellom de to typene handelsplasser. En grunnleggende forskjell er at drift av en MHF er en investeringstjeneste. Dette innebærer at verdipapirforetak kan få tillatelse til å drifte slike handelsplasser. De organisatoriske reglene for verdipapirforetak vil i tilfelle få anvendelse, men det er oppstilt tilleggskrav for multilaterale handelsfasiliteter i verdipapirhandelloven. MHF-er kan også driftes av markedsoperatører som har fått tillatelse til dette, eksempelvis Oslo Børs ASA, som driver Euronext Growth Oslo. Markedsoperatøren må i disse tilfellene etterleve både deler av reguleringen av verdipapirforetak og reguleringen av markedsoperatører i verdipapirhandelloven.

En annen viktig forskjell er at definisjonen av regulerte markeder (børser), i motsetning til det som gjelder for MHF-er, forutsetter at de formelt tar opp finansielle instrumenter til handel. Regulerte markeder skal derfor ha klare og oversiktlige regler om slikt opptak, og det er et absolutt krav at aksjer og andre finansielle instrumenter er fritt omsettelige. For MHF-er har operatøren betydelig større valgfrihet når det gjelder opptaksvilkår, men det må være «klare og offentliggjorte regler for hvilke finansielle instrumenter som skal kunne handles i systemet», jf. verdipapirhandelloven § 9-26 (1) nr. 2. Lovverket er dermed tilpasset på den måten at mange utenlandske MHF-er ikke foretar en ordinær opptaksvurdering av de finansielle instrumentene som skal kunne handles i systemet, men i stedet tilrettelegger for handel i finansielle instrumenter som allerede er tatt opp til handel på andre handelsplasser.<sup>2</sup> For en MHF som

<sup>2</sup> I disse tilfellene vil utstederen av det finansielle instrumentet ofte ikke være kjent med at det finansielle instrumentet handles på den multilaterale handelsfasiliteten, og vil heller ikke ha noen opplysningsplikt som følge av dette. I stedet vil operatøren av den multilaterale handelsfasiliteten lene seg på den opptaksvurderingen som er gjort av den andre handelsplassen.

Euronext Growth, som tar opp selskaper til «primærnotering» slik børsen gjør, vil det imidlertid være naturlig med opptaksregler.

Etter innføringen av markedsmissbruksforordningen i mars 2021 er markedsmissbruksreglene (forbud mot innsidehandel, markedsmanipulasjon mv.) og utstedernes plikt til å offentliggjøre insideinformasjon, like for regulerte markeder og for MHF-er. Det er imidlertid fremdeles vesentlige forskjeller i hvilke lovfestede informasjonskrav som gjelder for finansielle instrumenter handlet på henholdsvis regulerte markeder og MHF-er. Det er kun ved opptak av omsettelige verdipapirer på regulerte markeder at det kreves et prospekt<sup>3</sup>, og at det er lovfestet krav til regelmessig offentliggjøring av regnskapsinformasjon, herunder hvilke regnskapsstandarder som skal anvendes (IFRS eller tilsvarende). For MHF-er er lovkravet kun at operatøren skal «*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*». Det gjelder heller ikke lovfestede flaggeregler for MHF-er, det vil si plikt for aksjeinvestorer til å offentliggjøre erverv av større aksjeposter, rettigheter til aksjer og stemmerettigheter.

Samlet gir dette investorer på multilaterale handelsfasiliteter mindre informasjon enn det som gjelder for aksjer tatt opp til handel på regulerte markeder. Noen operatører av MHF-er, herunder Oslo Børs ASA, har imidlertid pålagt utstederne informasjonskrav som er strengere enn lovens minimumskrav.

Enkelte bestemmelser av betydning for investorbeskyttelse, bl.a. verdipapirhandelens regler om tilbudsplikt og om likebehandling av eierne av finansielle instrumenter, gjelder kun for regulerte markeder. En tilsvarende likebehandlingsregel er imidlertid inntatt i regelverket som Euronext Growth Oslo har fastsatt.<sup>4</sup>

## 4 SÆRTREKK VED INVESTORENE

### Profesjonelle investorer

Investorene i de transaksjonene som inngår i Finanstilsynets undersøkelser, er utelukkende profesjonelle investorer (etter definisjonene i verdipapirhandelloven). Det er to antatte hovedårsaker til dette:

- Transaksjonene som inngår i Finanstilsynets undersøkelser, har gjennomgående vært betydelig overtegnet (gjennomsnittlig overtegning på 4,5 ganger).
- Det er som nevnt ikke krav til prospekt ved opptak til handel på en MHF. Det er imidlertid krav til nasjonalt prospekt ved tilbud om tegning/kjøp av verdipapirer med samlet vederlag på mellom 1 og 8 millioner euro, og til EØS-prospekt ved tilbud om tegning/kjøp av verdipapirer med samlet vederlag på over 8 millioner euro. Det er unntak fra prospektplikten dersom tilbud om tegning/kjøp rettes til færre enn 150 ikke-profesjonelle investorer (begrensningen gjelder ikke ved henvendelse til profesjonelle investorer).

Som en følge av den store investorinteressen og unntak fra prospektplikt ved henvendelse kun til profesjonelle investorer, har tilretteleggerne/plassererne av de aktuelle transaksjonene dermed ikke hatt behov for å rette transaksjonene mot ikke-profesjonelle investorer.

<sup>3</sup> Selv om selve opptaket til handel på en multilateral handelsfasilitet ikke gjør det nødvendig med prospekt, kan prospektplikt følge av andre regler.

<sup>4</sup> For norske aksje- og allmennaksjeselskaper oppstiller dessuten aksjelovene en likebehandlingsplikt.



## Bruk av hjørnestensinvestorer

Det fremgår av mottatte tegnings- og tildelingslister for de gjennomgåtte transaksjonene at investorene deles inn i kategorier, med betegnelser som «hjørnesten», «anker», «long-only», «family office», «high net worth» o.l. Første kategori – hjørnestensinvestorene – får som hovedregel en tildeling på 100 % av tegnet beløp i den aktuelle transaksjonen, mens neste kategori – ankerinvestorene – får en tildeling på typisk mellom 1/3 og 2/3 av tegnet beløp. De øvrige investorkategoriene får gradvis synkende tildelingsprosent.

Verdipapirforetakene som tilrettelegger og plasserer transaksjonene, gjennomfører markedssonderingsmøter med utvalgte investorer i dagene før selve plasseringen starter. Hensikten med møtene er å sondere interessen blant store og erfarne investorer for det aktuelle utstederselskapet og investeringsmuligheten, og å få tilbakemelding på blant annet prising, tidspunkt og transaksjonsstørrelse/-struktur.

I tillegg søker tilretteleggerne i denne fasen å få på plass hjørnestensinvestorer og motta forhåndstegninger fra disse. I avtalene som inngås med hjørnestensinvestorene, forplikter investor seg til et definert tegningsbeløp. Det forutsettes også i avtalen at investors navn og tegnet beløp kan benyttes av utsteder og tilretteleggere i pressemeldinger og annet materiale som offentliggjøres i forbindelse med den aktuelle plasseringen.

Som motytelse for å forplikte seg til et tegningsbeløp i forkant av plasseringen, og for å kunne benyttes i forbindelse med markedsføring av transaksjonen, er hjørnestensinvestorene som nevnt sikret 100 % tildeling av tegnet beløp. Neste investorkategori – ankerinvestorer – som tilretteleggerne også møter i denne markedssonderingsfasen, er investorer som ikke er villige til å forplikte seg for et tegningsbeløp på forhånd, og som dermed får en lavere tildelingsprosent enn hjørnestensinvestorene. Ofte vil også enkelte eksisterende hovedaksjonærer og styremedlemmer/ledere/nøkkelansatte tegne eller stille tegningsgaranti i forkant av plasseringen. Disse er, på lik linje med hjørnestensinvestorene, som hovedregel sikret 100 % tildeling av tegnet beløp. Eksisterende aksjonærer/styre/ledere/ansatte vil typisk inngå innlåsningsavtaler, slik at disse ikke kan selge aksjer etter opptak på handelsplassen før det er gått en viss tid. Hjørnestensinvestorene inngår som hovedregel ikke innlåsningsavtaler.

Selve plasseringen av transaksjonen foregår normalt i form av en book-building. I enkelte tilfeller er plasseringen gjennomført til en fast emisjonskurs. Plasseringen varer typisk fra en ettermiddag/kveld og opp til ett/to døgn (avhengig av interessen). Prosessene er raske. De aller fleste av plasseringene undersøkt av Finanstilsynet ble avsluttet samme dag som de ble påbegynt.

Hjørnestensinvestorene i de til sammen 14 undersøkte transaksjonene består av større forvaltnings-selskaper, industrielle aktører og diverse investerings-selskaper. Den konkrete sammensetningen av hjørnestensinvestorer i de 14 undersøkte transaksjonene er vist i tabellen:

Utstederselskap	Hjørnestensinvestorer	Utstederselskap	Hjørnestensinvestorer
Aker Carbon Capture AS	1 Danske Invest A/S 2 DNB Asset Management AS 3 Folketrygdfondet 4 KLP Kapitalforvaltning AS 5 Storebrand Asset Management AS	Pryme B.V.	1 Oliphant Holding SA 2 KLP Kapitalforvaltning AS 3 Saga Pure ASA 4 Tycoon Industrier AS
Aker Horizons AS	1 Aker Capital AS 2 Danske Invest A/S 3 DNB Asset Management AS 4 Folketrygdfondet 5 Handelsbanken Fonder AB 6 Newtyn Management LLC 7 Storebrand Asset Management AS 8 Swedbank Robur Fonder AB	Rana Gruber AS	1 Datum Opportunity AS 2 Handelsbanken Fonder AB 3 Nordea Asset Management ASA 4 Songa Capital AS 5 Tycoon Industrier AS
Everfuel A/S	1 Bankinvest A/S 2 Luxor Capital LP 3 NEL Fuel AS 4 Saga Tankers ASA	Salmon Evolution Holding AS	1 Carucel Holding II AS 2 DNB Asset Management AS 3 Jakob Hatteland Holding AS 4 Klaveness Marine Finance AS 5 Rasche Investeringer AS 6 Stella AS
Flyr AS	1 Apollo Asset Limited 2 Nordea Asset Management ASA 3 Sissener AS 4 Tycoon Industrier AS	The Kingfish Company N.V	1 Cibus Enterprise Fund LP 2 Claris B.V. 3 Creadev International S.A.S. 4 Kverva AS 5 Lin AS 6 Rabo Participaties B.V. 7 Sortun Invest AS 8 Tycoon Industrier AS
Huddly AS	1 Arctic Fund Management AS 2 DNB Asset Management AS 3 Handelsbanken Fonder AB 4 Joh. Berenberg Gossler & Co KG 5 KLP Kapitalforvaltning AS	Volue AS	1 Eika Kapitalforvaltning AS 2 Luxor Capital LP 3 Centra Gruppen AS 4 Nordea Asset Management ASA 5 Norron AB 6 KLP Kapitalforvaltning AS 7 Sissener AS 8 Danske Invest A/S 9 Delphi Norge
Patientsky Group AS	1 Handelsbanken Fonder AB 2 TIN Fonder AB 3 AltoCumulus Asset Management AB 4 Carucel Holding II AS 5 Consensus Asset Management AS	Zaptec AS	1 DNB Asset Management AS 2 Swedbank Robur Fonder AB 3 Nordea Asset Management ASA 4 Delphi Norge 5 Pareto Asset Management AS
Play Magnus AS	1 DNB Asset Management AS 2 Luxor Capital LP 3 Swedbank Robur Fonder AB 4 TD Veen AS 5 Teknik Innovation Norden Fonder AB		
Proximar Seafood AS	1 Nutreco International B.V. 2 DNB Asset Management AS 3 Fondsfinans Kapitalforvaltning AS 4 Klaveness Marine Finance AS 5 Pactum AS 6 TD Veen AS 7 Tycoon Industrier AS		

De mest aktive hjørnestensinvestorene i de undersøkte transaksjonene har vært DNB Asset Management (syv transaksjoner), selskaper tilknyttet Øystein Stray Spetalen – Tycoon Industrier / Saga Pure / Saga Tankers (syv transaksjoner), Handelsbanken Fonder (fire transaksjoner), KLP Kapitalforvaltning (fire transaksjoner), Nordea Asset Management (fire transaksjoner), Danske Invest (tre transaksjoner) og Swedbank Robur Fonder (tre transaksjoner).

Det har i de 14 undersøkte transaksjonene vært totalt 80 hjørnestensinvestorer (mange investorer opptrer som nevnt i flere av transaksjonene). Finanstilsynet har sett nærmere på 44 av disse hjørnestensinvestorenes transaksjoner i den aktuelle aksjen i annenhåndsmarkedet i de tre første månedene etter opptak på handelsplassen.

Det er et hovedtrekk i de undersøkte transaksjonene at hjørnestensinvestorene ikke gjør endringer i posisjonen i den første perioden etter opptak. I 52 % av tilfellene har investor verken kjøpt eller solgt i de tre månedene etter første handelsdag. I 30 % av tilfellene har investor solgt i perioden, mens investor i 18 % av tilfellene har kjøpt seg ytterligere opp i perioden.

## Ikke-profesjonelle investorer

Som nevnt over, har kapitalinnhentingene forut for opptaksprosessene som er undersøkt, utelukkende vært fra profesjonelle investorer. Finanstilsynet har imidlertid merket seg at mange ikke-profesjonelle investorer investerer i aksjer som handles på Euronext Growth, og mange husholdninger har økt sin risikoeksponering betydelig gjennom slike investeringer. Investeringsrådgivning til ikke-profesjonelle kunder har ikke vært del av denne undersøkelsen, men Finanstilsynet har i ulike sammenhenger minnet om verdipapirforetakenes plikt til å gi kunder og potensielle kunder en balansert og klar veiledning om risikoen ved investeringer på f.eks. Euronext Growth. Det er Finanstilsynets vurdering at god og tilstrekkelig informasjon fra utstederne og verdipapirforetakene, samt robuste opptaksprosesser er viktig for å bidra til investorbeskyttelse både i førstehånds- og annenhåndsmarkedet.

## 5 TEMATILSYNET MED OSLO BØRS

Som ledd i Finanstilsynets undersøkelser, er det gjennomført tematisyn hos Oslo Børs, begrenset til opptaksprosessen på Euronext Growth. I tillegg til regelverk, rutiner og prosedyrer har Finanstilsynet gjennomgått fem konkrete opptaksprosesser knyttet til de utvalgte utstederselskapene Aker Horizons AS, Flyr AS, GNP Energy AS, Huddly AS, og Play Magnus AS, hvor hele prosessen, fra innledende dialog til behandling av søknad til beslutning om opptak, er vurdert.

Prosesen knyttet til opptak til handel på Euronext Growth Oslo er forenklet sammenlignet med opptak på regulert marked, der formålet er å gjøre tilgangen til kapitalmarkedet enklere for mindre og mer umodne selskaper. Den formelle prosessen for opptak til handel er normalt ti handelsdager. For utstedere som anses egnet, tilbyr Oslo Børs dessuten en «fast track»-prosess som gjennomføres i løpet av fem handelsdager. Opptaksprosessen på Euronext Growth Oslo er dermed svært rask i forhold til prosessene på de øvrige handelsplassene operert av Oslo Børs.

I perioden 1. januar 2020 til 14. september 2021 ble 104 selskaper tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo, hvorav 19 (ca. 18 %) ble tatt opp ved en «fast track»-prosess. Etterspørselen etter «fast track» har økt etter gjennomføringen av markedsmisbruksforordningen 1. mars 2021. Etter denne datoen er 11 av 41 opptaksprosesser (ca. 27 %) gjennomført som «fast track».

Alle selskaper som søker opptak til handel på Euronext Growth Oslo, må ha en Euronext Growth Advisor. Euronext Growth Advisors rolle er å bistå utsteder med forberedelser, kvalitetssikring av utstederens og aksjenes egnethet, samt utarbeidelse av dokumentasjon. Verdipapirforetak som er medlem på en av Oslo Børs' handelsplasser og har tillatelse til å tilby tjenester relatert til corporate finance, kvalifiserer automatisk til å være Euronext Growth Advisor.

Oslo Børs har fastsatt opptaksvilkår for opptak til handel på Euronext Growth og har også en skjønnsmessig adgang til å avslå opptak til handel. Oslo Børs vil med andre ord ikke bare vurdere om alle opptaksvilkårene er oppfylt, men også foreta en generell egnethetsvurdering av utsteder.

### Finanstilsynets konklusjoner

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. I tillegg til å iverksette tiltak for å sikre nok tid og ressurser til forsvarlig saksbehandling, bør Oslo Børs også forbedre prosedyrene for å sikre en tilstrekkelig kontroll av at opptaksvilkårene er oppfylt, og at det er gitt tilstrekkelig offentlig informasjon om aksjene, slik at investorer kan 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 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.

Ordningen med Euronext Growth Advisor har flere svakheter. 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 av informasjon til Oslo Børs i opptaksprosessen.

Selskapene som søker om opptak, bør få mer omfattende veiledning fra Oslo Børs om hvilken informasjon som bør, eller må inntas i et informasjonsdokument enn det de får gjennom børsens gjeldende regelverk. Oslo Børs' rutiner bør endres for å sikre at markedet alltid får tilstrekkelig informasjon til å foreta en velfundert investeringsbeslutning.

Oslo Børs må også treffe tiltak for å sikre at Euronext Growth Oslos regelverk oppfyller verdipapirhandelens krav til «klart» regelverk. Regelverksstrukturen fremstår som forholdsvis komplisert og uoversiktlig, og deler av regelverket er også upresist eller vanskelig å tolke.

## 6 TEMATILSYNET MED VERDIPAPIRFORETAKENE

Finanstilsynets tematilsyn omfattet de åtte verdipapirforetakene/filialene ABG Sundal Collier, Carnegie, DNB Markets, Nordea Markets, Pareto Securities, SEB, SpareBank 1 Markets og Swedbank. Finanstilsynet har vurdert foretakenes håndtering av følgende hovedområder:

- Verifisering (due diligence) av utstederselskapet og dets virksomhet, og av opplysninger gitt i informasjonsdokumentet.
- Opplysninger gitt til potensielle investorer i informasjonsdokument og tegningsmateriale, herunder opplysninger om risiko.
- Håndtering av interessekonflikter knyttet til foretakets roller som tilrettelegger, plasserer og Euronext Growth Advisor.
- Plassering av emisjoner/aksjesalg, herunder tildeling/tildelingskriterier og bruk av såkalte hjørnestens-investorer.
- Foretakets kundetesting/kundeklassifisering.
- Ansattes egenhandel i utstederselskapets aksjer.
- Foretakets egen kontroll av etterlevelse knyttet til håndtering av opptaks- og emisjonsprosesser.

### Verdipapirforetakenes plikter

Verdipapirforetak er underlagt en rekke krav etter verdipapirhandelloven med forskrifter. Relevante lovkrav for de gjennomførte tematilsynene er beskrevet i det følgende.

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.

Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere, og for å hindre eller håndtere, interessekonflikter mellom foretaket og kundene og mellom kundene. Virksomheten skal innrettes slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum.

Verdipapirforetak 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. Foretakene skal ha effektive retningslinjer som regulerer interessekonflikter. Disse 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.

Verdipapirforetak skal også ha tilfredsstillende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter. Herunder skal foretakene ha rutiner og prosedyrer for å sikre at finansanalytikere og tilknyttede personer med kunnskap om sannsynlig tidspunkt for offentliggjøring av investeringsanbefalingen eller om innholdet av investeringsanbefalingen som ikke er offentlig, ikke kan handle for egen eller andres regning i finansielle instrumenter som omfattes av investeringsanbefalingen eller i ethvert avledet finansielt instrument, før mottakerne av investeringsanbefalingen har hatt en rimelig anledning til å handle på bakgrunn av den.

Verdipapirforetak skal 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. 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.

Verdipapirforetak skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om reglene som Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Dokumentasjonen skal omfatte opptak av alle telefonsamtaler og lagring av all elektronisk kommunikasjon i tilknytning til at det ytes investeringstjenester. Dokumentasjonen skal også omfatte samtaler og kommunikasjon som er ment å føre til at det ytes investeringstjenester.

## Finanstilsynets konklusjoner

### Interessekonflikter

De fleste verdipapirforetakene har vært både Euronext Growth Advisor og plassert rettede emisjoner for utstederselskapene. Rollen som Euronext Growth Advisor innebærer at foretaket skal bistå utstederselskapet i opptaksprosessen, at det – etter beste evne og vurdering og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utsteder – skal bekrefte overfor handelsplassen Euronext Growth at utstederselskapet tilfredsstillende vilkårene, og at aksjene er egnet for opptak til handel.

Det hviler dermed et stort ansvar på verdipapirforetakene for blant annet å vurdere hvilket omfang av due diligence-undersøkelser som er *tilstrekkelig*, og for rådgivningen overfor utstederselskapet knyttet til hva som er *vesentlig* i forbindelse med opplysninger som gis i informasjonsdokumentet. Det er dermed viktig at verdipapirforetak som påtar seg rollen som Euronext Growth Advisor, har høy bevissthet om den interessekonflikten dette innebærer. Selv om handelsplassen ikke kan anses som en kunde av verdipapir-

foretaket, plikter foretaket å påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. Foretaket plikter også å ivareta handelsplassens interesser og bidra til at hensynet til å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter ivaretas.

Ingen av verdipapirforetakene har identifisert den konkrete interessekonflikten knyttet til rollen som Euronext Growth Advisor i sine retningslinjer. Finanstilsynet mener at denne typen konflikter skal beskrives eksplisitt i verdipapirforetakets retningslinjer, sammen med konkrete tiltak for å håndtere denne.

### **Ansvarsfraskrivelser**

Euronext Growth Advisors' generelle og vidtrekkende ansvarsfraskrivelser som inntas i utsteder-selskapets informasjonsdokument i forbindelse med opptak til handel på Euronext Growth, er ikke i samsvar med verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse. Finanstilsynet har ikke innvendinger mot at verdipapirforetak (i egenskap av Euronext Growth Advisor) innenfor lovlige rammer regulerer og begrenser et eventuelt erstatningsansvar i informasjonsdokumentet. Ansvarsfraskrivelsene som er benyttet av foretakene, går imidlertid lenger enn det verdipapirhandelloven åpner for. Foretakenes undersøkelsesplikt, sammenholdt med plikten til å påse at all informasjon til kunder er korrekt og balansert, medfører at foretakene ikke kan fraskrive seg ethvert ansvar for informasjon som gis om utstederkunden eller de finansielle instrumentene.

### **Lydopptak**

Finanstilsynet har bedt verdipapirforetakene om all kommunikasjon, inkludert lydopptak av samtaler og kopi av elektronisk kommunikasjon, mellom foretaket og utstederselskapene i tilknytning til innledende diskusjoner, oppstart og gjennomføring av opptaksprosess og transaksjonsprosess. Enkelte av foretakene har ikke levert slike lydopptak, med henvisning til Verdipapirforetakenes Forbunds bransje anbefaling nr. 11, hvor det fremgår at slike samtaler ikke er opptakspiktlige.

Finanstilsynet har konkludert med at dette representerer brudd på lydopptaksplikten. Finanstilsynet har presisert overfor de aktuelle foretakene at også samtaler som *er ment å føre til* at det ytes investeringstjenester, er opptakspiktlige. Verdipapirforetakene må være bevisst hva slags type oppdrag eller potensielt oppdrag man står overfor, og på hvilket tidspunkt kommunikasjon knyttet til oppdraget eller det potensielle oppdraget er opptaks- og lagringspliktig. Dersom det er åpenbart at oppdraget involverer ytelse av en eller flere investeringstjenester, må lydopptaks- og lagringskravet etterleves. I samtlige av de aktuelle oppdragene fra utstederselskapene var det et klart premiss relativt tidlig i prosessene at oppdragene ville involvere ytelse av investeringstjenesten «plassering», og i enkelte tilfeller ytelse av investeringstjenesten «utførelse av ordre». Et bærende hensyn bak bestemmelsen om opptak og lagring av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon er at dokumentasjonen skal være tilstrekkelig til at Finanstilsynet effektivt kan utføre sine tilsynsoppgaver, og sette Finanstilsynet i stand til å påse at verdipapirforetaket oppfyller sine forpliktelser. Tilsvarende gjelder for Foretakets egen compliance-funksjon.

### **Ansattes egenhandel**

Et bærende hensyn bak reglene om ansattes egenhandel er hensynet til den alminnelige tilliten til verdipapirmarkedet. Et sentralt formål med reglene er å hindre at ansatte i verdipapirforetak utnytter sin posisjon til å oppnå særlige fordeler når de handler finansielle instrumenter, samt å hindre at ansatte utnytter informasjon de mottar i sin stilling, til egen fordel. Reglene skal dermed motvirke at ansatte foretar egenhandler som må antas å være i strid med foretakets eller kunders interesser, og at 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 verdipapirforetakets integritet spesielt og markedets integritet generelt.

Finanstilsynet har gjennomgått transaksjonsoversikter for foretakenes ansattes egenhandler i aksjer i de aktuelle utstederselskapene. Enkelte ansatte i noen foretak har kjøpt aksjer før foretaket publiserte sin første analyse av selskapet. Finanstilsynet har i foreløpige tilsynsrapporter til foretakene stilt spørsmål ved enkelte av de ansattes egenhandler. Finanstilsynet har ikke konstatert brudd på egenhandelsreglene, men har likevel presisert overfor foretakene at verdipapirforetak skal forebygge risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, 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.

## 7 VERDIPAPIRFORETAKENES INVESTERINGSANBEFALINGER

Ved gjennomføring av markedsmissbruksforordningen 1. mars 2021 ble også reglene for utarbeidelse og formidling av investeringsanbefalinger endret. Virkeområdet ble da utvidet til å omfatte MHF-er. Finanstilsynet har gjennomgått et utvalg anbefalinger datert etter 1. mars, sett opp mot de spesifikke innholds-/opplysningskravene som stilles. Finanstilsynets undersøkelser av innholdet i verdipapirforetakenes investeringsanbefalinger har ikke vært en del av Finanstilsynets tematisyn hos verdipapirforetakene.

Verdipapirforetakene har langt på vei oppfylt de nye kravene. Foretakene har blant annet utarbeidet interne maler og standardformuleringer som skal inngå i foretakets anbefalinger, for å bidra til at den ansvarlige for utarbeidelsen av anbefalingen oppfyller alle opplysningskravene som stilles og fortolker disse korrekt. Finanstilsynets gjennomgang har likevel avdekket enkelte mangler i flere av de gjennomgåtte anbefalingene, hvor de mest vesentlige er:

- Foretakene opplyser i stor grad kun om hvilke anbefalinger som tidligere er gitt om den aktuelle utstederen, samt totalt antall «buy»/«sell»/«hold». Det følger av ordlyden at opplysningskravet gjelder samtlige anbefalinger og ikke er begrenset til utstederen som er gjenstand for den aktuelle anbefalingen. Foretakene kan på visse vilkår velge å heller angi i anbefalingen hvor mottaker av anbefalingen «*lett og vederlagsfritt kan få direkte tilgang til de nødvendige opplysningene*». Dette er imidlertid ikke angitt, eller det har vist seg vanskelig å finne frem til opplysningene på hjemmesiden foretaket henviser til. Tilsvarende har det vist seg utfordrende å finne frem til andre opplysninger hvor det er åpnet for å henviser til hjemmeside e.l. for slik informasjon.
- Det skal gis en erklæring om verdipapirforetaket «*har vært hoved- eller medtilrettelegger i forbindelse med et offentliggjort tilbud om finansielle instrumenter i utstederen i de foregående tolv månedene*» (Finanstilsynets understrekning). Dette opplysningskravet ser i stor grad ut til å ha blitt fortolket til å omfatte offentlige tilbud. Slik Finanstilsynet forstår dette opplysningskravet, omfatter det ethvert tilbud om finansielle instrumenter som har blitt offentliggjort, herunder f.eks. rettede emisjoner hvor verdipapirforetaket har vært hoved- eller medtilrettelegger.

- Flere av innholdskravene er relativt skjønnsbaserte. Selv om dette kan gi opphav til usikkerhet om hvor omfattende opplysninger som må gis for å oppfylle den enkelte forpliktelse, har flere av foretakene valgt minimumsløsninger for opplysningene som inntas i anbefalingene.

## 8 TEMATILSYNET MED REVISJONSSLESKAPENE

Revisorlovens kapittel 12 inneholder regler om særlige plikter ved revisjon av foretak av allmenn interesse. Et opptak på Euronext Growth innebærer ikke at et foretak kommer inn under revisorlovens definisjon av foretak av allmenn interesse.

### Finanstilsynets konklusjoner

Tre av revisjonsselskapene som ble undersøkt, har rutiner for å peke ut kvalitetskontrollør og IFRS-kontrollør for foretak tatt opp til handel på Euronext Growth i samsvar med ISQC 1 (internasjonal standard for kvalitetskontroll). Dette er relativt nye rutiner som ble innført i løpet av 2020. Disse selskapene benytter også revisjonsteam som har erfaring fra revisjon av børsnoterte selskaper og IFRS. Det fjerde revisjonsselskapet er et mindre revisjonsselskap. Dette selskapet har ikke innført kvalitetskontrollør (men har som ledd i et generasjonsskifte hatt to partnere på oppdraget det siste året). Det har heller ikke utnevnt egen IFRS-kontrollør. Revisjonsselskapet har som andre mindre revisjonsselskaper ikke egen fagavdeling, og faglige konsultasjoner skjer derfor mer uformelt med kolleger, herunder kolleger som reviderer foretak som rapporterer etter IFRS.

Revisjonsselskaper skal alltid fastsette en vesentlighetsgrense for foretak som skal revideres. Hensikten er å gjennomføre en effektiv revisjon samtidig som revisor med høy sikkerhet kan uttale seg om at årsregnskapet gir et rettvisende bilde av selskapets finansielle stilling og resultat. Revisor må derfor ta stilling til hvilke beløpsmessige endringer i regnskapet som ville medført at brukerne potensielt hadde endret sine beslutninger. Vesentlighetsgrensen påvirker type, omfang og tidspunkt for de revisjonshandlingene som gjennomføres. En lavere grense medfører prinsipielt en mer omfattende revisjon.

Tre av revisjonsselskapene har interne regler om at vesentlighetsgrensene skal beregnes som om foretakene var tatt opp til handel på et regulert marked. Selskapene har vurdert at de ulike interessene i foretakene på Euronext Growth er så store at det ut fra en risikovurdering er riktig å sette vesentlighetsgrensene lavere enn om foretakets aksjer ikke hadde vært handlet på handelsplassen.

Krav til revisors kommunikasjon med styret/ledelsen fremkommer av revisorloven og ISA 260. Både ISA-standard og revisorloven kapittel 12 har utvidede kommunikasjonskrav for børsnoterte foretak. Ingen av revisjonsforetakene har kommunisert direkte med personer som har overordnet ansvar for styring og kontroll i foretakene (styret/revisjonsutvalg) som om de var børsnoterte enheter. Kravene til slik tilleggskommunikasjon i ISA 260 gjelder betydelige funn og revisors synspunkter på for eksempel estimatposter samt uavhengighet. Tilleggstjenester er sentralt ved vurdering av uavhengighet. Ett av revisjonsselskapene har levert omfattende bistandstjenester om IFRS og internasjonal skatt i forkant av opptaket på handelsplassen. Tjenestene var innenfor reglene i revisorloven på leveransetidspunktet.

I enkelte tilfeller har revisor gjennomført revisjonen av et nytt regnskap utarbeidet av ledelsen utelukkende for det formål at det skal tas inn i informasjonsmemorandumet ved opptaket på Euronext Growth. Bare ett av revisjonsselskapene har som policy å opplyse i revisjonsberetningen at den aktuelle beretningen knytter seg til et regnskap med spesielle formål. Grunnlaget for en slik opplysning i revisjonsberetningen fremgår av ISA 800, og det er god praksis å gi regnskapsleseren slik informasjon.

Selv om det ikke er et krav, er det gode grunner (eksempelvis mange eksisterende og potensielle aksjonærer) som kan tale for at revisjonen av foretak som er – eller er i ferd med å bli – tatt opp til handel



på Euronext Growth, gjennomføres som om foretaket var av allmenn interesse. Finanstilsynet har notert seg at de tre store revisjonsselskapene som har vært omfattet av tilsynet, fra og med 2020 har iverksatt endringer i sine retningslinjer for revisjon av foretak tatt opp til handel på denne handelsplassen.

Dette omfatter følgende:

- Revisors fastsettelse av vesentlighetsgrenser skal følge samme regler som foretak av allmenn interesse hvor vesentlighetsgrensene settes lavere.
- Når årsregnskapet avlegges etter IFRS, skal revisor gjennomføre IFRS Review.
- Oppdragskontrollør skal involveres.

I tillegg til at risiko knyttet til opptaksprosessen og kapitalinnhenting er tatt hensyn til i planleggingen av revisjonene, ser Finanstilsynet også at de største revisjonsselskapene bemanner revisjonsteamene med ressurser som har erfaring fra revisjon av børsnoterte foretak. Disse tiltakene er hensiktsmessige da flere av foretakene som noterer seg på Euronext Growth, har en plan om et opptak på et regulert marked på kort eller lang sikt. Revisjonsselskapene bør også vurdere om kommunikasjonen med de som har overordnet ansvar for styring og kontroll, skal innrettes som om foretaket var av allmenn interesse.

**FINANSTILSYNET**

Postboks 1187 Sentrum

0107 Oslo

[POST@FINANSTILSYNET.NO](mailto:POST@FINANSTILSYNET.NO)

[WWW.FINANSTILSYNET.NO](http://WWW.FINANSTILSYNET.NO)