



Nordea Bank Abp, Filial I Norge
Postboks 1166 Sentrum
0107 OSLO

VÅR REFERANSE
21/3385

DERES REFERANSE

DATO
21.01.2022

Tilsynsrapport

1. Innledning

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

Finanstilsynet har i denne forbindelse gjennomført et dokumentbasert tematisyn med Nordea Bank ABP sin filial i Norge (heretter omtalt som Filialen). Tematisynet dekket primært forhold knyttet til Filialens rolle som Euronext Growth Advisor og Manager for transaksjoner relatert til det utvalgte utstederselskapet Aker Horizons AS.

Filialen mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 5. november 2021 (Rapporten). Filialen ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 3. desember 2021 (Tilsvaret).

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

2. Tilsyn med filialer av utenlandske foretak

Verdipapirhandelloven har begrenset anvendelse overfor foretak med hovedsete i annen EØS-stat (EØS-foretak) som yter investeringstjenester i Norge gjennom filial. Etter vphl. § 9-35 (1) vil reglene om investorbeskyttelse i vphl. §§ 10-9 til 10-22, artikkel 14 til 26 i verdipapirmarkedsforordningen og forskrifter fastsatt i medhold av disse, samt vphl. kapittel 20 og 21, likevel gjelde for norske filialer av EØS-foretak. Finanstilsynet kan foreta den stedlige kontroll som anses nødvendig for å kontrollere at disse bestemmelsene overholdes, jf. vphl. § 20-2 (2). Nordea Banks virksomhet i Norge er underlagt finske regler for organisering, styring og kontroll, og etterlevelse av disse reglene er underlagt tilsyn av Finanssivalvonta i Finland.

3. Interessekonflikter

3.1 Rettslig grunnlag

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

3.2 Filialens rolle som Euronext Growth Advisor

Filialen har vært Euronext Growth Advisor for Aker Horizons AS.

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

Euronext Growth Advisor har samtidig også oppgaver overfor Handelsplassen i forbindelse med opptaksprosessen. Det fremgår av Euronext Growth Oslo Notis 2.2 pkt. 1 (4) at Euronext Growth Advisor skal, etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utstederen, bekrefte i søknaden at utstederen tilfredsstiller alle vilkår for opptak til handel, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel på Euronext Growth Oslo. Det fremgår videre av Notis 2.2 pkt. 3 at Euronext Growth Advisor er ansvarlig for å vurdere omfanget av due diligence-undersøkelsene (i det følgende også omtalt som DD) i samråd med utstederen. Det er i veiledningen til bestemmelsen presisert at *"Omfanget av due diligence vil således bero på Euronext Growth Advisors kunnskap om Utsteder og behov for informasjon for å kunne ivareta sine plikter som Euronext Growth Advisor i opptaksprosessen. Dette tilsier at due diligence i noen saker vil kunne få et betydelig omfang, mens det i andre og helt særskilte tilfeller, der Euronext Growth Advisor har inngående kjennskap til Utstederen, ikke anses som like påkrevet med en formell due diligence"*. I tillegg skal Euronext Growth Advisor kontrollere informasjonsdokumentet og *"bekrefte overfor Oslo Børs at slik kontroll er gjennomført i forbindelse med at endelig Informasjonsdokument og utfylt sjekklister oversendes"*, jf. Regelbok II pkt. 2.3 (1).

3.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Filialen har som nevnt vært Euronext Growth Advisor for det aktuelle utstederselskapet. Filialen har også tilrettelagt og plassert en rettet emisjon for utstederselskapet rett i forkant av opptak av selskapets aksjer til handel på Handelsplassen.

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

Som tilrettelegger og plasserer på vegne av utstederkunder står Filialen overfor en konflikt mellom utstederkundens interesse i å oppnå en vellykket plassering av den aktuelle emisjonen på enklest,

rimeligst og hurtigst vis til høyest mulig kurs, og investorkundenes interesse i å fatte en informert investeringsbeslutning (jf. vphl. § 10-10 (7)) og gjøre en investering til lavest mulig kurs.

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

Finanstilsynet har gjennomgått Filialens instruksjer knyttet til håndtering av interessekonflikter. Instruksene er mottatt i forbindelse med et tidligere gjennomført tematisyn i 2019/2020. Finanstilsynet skrev i Rapporten at Filialen ikke ser ut til å ha identifisert interessekonflikten knyttet til sin rolle som Euronext Growth Advisor, og at den dermed heller ikke ser ut til å ha beskrevet tiltak for å håndtere denne.

Basert på de gjennomgåtte instruksjer var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Filialen ikke har identifisert eller håndtert interessekonflikten knyttet til Filialens rolle som Euronext Growth Advisor, og at Filialen dermed ikke har påsett at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1).

3.4 Filialens kommentarer i Tilsvaret

Filialen skriver i Tilsvaret at *"Nordea har per i dag, slik bemerket av Finanstilsynet, ikke eksplisitt adressert rollen som tilrettelegger og plasserer på den ene siden og vår rolle som Euronext Growth Advisor på den andre siden i interne retningslinjer. For å sikre at potensielle interessekonflikter knyttet til at Nordea innehar disse to rollene ved en notering på Euronext Growth Oslo med tilhørende emisjon identifiseres og ivaretas, vil vi oppdatere våre retningslinjer"*.

3.5 Finanstilsynets konklusjon

Filialens rolle som Euronext Growth Advisor innebærer som nevnt både at den skal bistå utstederselskapet i opptaksprosessen og at den – etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utsteder – skal bekrefte overfor Handelsplassen at utstederselskapet tilfredsstiller vilkårene, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel. Det hviler dermed et stort ansvar på Filialen, for blant annet å vurdere hvilket omfang av due diligence undersøkelser som er *tilstrekkelig* og for Filialens rådgivning overfor utstederselskapet knyttet til vurdering av *vesentlighet* i forbindelse med opplysninger som gis i informasjonsdokumentet. Det er dermed svært viktig at verdipapirforetak/filialer som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor har høy bevissthet om den interessekonflikten dette innebærer.

4. Opplysninger til kunder – Filialens ansvar

4.1 Rettslig grunnlag

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

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

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

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

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

4.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

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

completeness or the verification of this Information Document and accordingly disclaim, to the fullest extent permitted by applicable law, any and all liability whether arising in tort, contract or otherwise which they might otherwise be found to have in respect of this Information Document or any such statement".

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

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

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

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

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

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

4.3 Filialens kommentarer i Tilsvaret

Filialen skriver i Tilsvaret at "Nordea ser at det kan være utfordringer knyttet til teksten det vises til om ansvarsbegrensning slik Finanstilsynet påpeker. Teksten det vises til er imidlertid en innarbeidet bransjepraksis som de fleste tilretteleggere har benyttet og fortsatt benytter ved Euronext Growth noteringer og i ordinære prospekter ved børsnoteringer. Det er satt i gang en prosess hos Verdipapirforetakenes Forbund («VPPF») hvor det blant annet diskuteres hvordan en

slik ansvarsbegrensning bør utformes. Nordea vil følge denne diskusjonen, og tillegge den praksis og ordlyd det blir enighet om i VPPF betydelig vekt i vår vurdering av hvordan ansvarsbegrensningen bør utformes i fremtiden".

4.4 Finanstilsynets konklusjon

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

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

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Hedvig Vold
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.