



PARETO SECURITIES AS
Dronning Mauds gate 3
0250 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 Pareto Securities AS (heretter omtalt som Foretaket). Tematisynet dekket primært forhold knyttet til Foretakets rolle som Merkur Advisor/Euronext Growth Advisor og Manager for transaksjoner relatert til de to utvalgte utstederselskapene Aker Horizons AS og Salmon Evolution Holding AS.

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

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

2. Interessekonflikter

2.1 Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandelovens 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).

Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1), og å innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 2. Dersom tiltakene

etter sistnevnte bestemmelse ikke med rimelig sikkerhet forhindrer risiko for at kundens interesser blir skadelidende, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter, og om tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen jf. vphl. § 10-2 (2). Opplysningene skal gis på et varig medium, og de skal være tilstrekkelig detaljerte til at kunden ut fra sine forutsetninger kan ta en velbegrunnet beslutning om den tjenesten interessekonflikten gjelder, jf. vphl. § 10-2 (3). Foretaket skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1.

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

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

2.2 Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor

Foretaket har vært Euronext Growth Advisor og (under Handelsplassens tidligere regelverk) Merkur Advisor for henholdsvis Aker Horizons AS og Salmon Evolution Holding AS.

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

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 utstедeren, bekrefte i søknaden at utstедeren tilfredsstillter alle vilkår for opptak til handel, og at utstедer 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 utstедeren. Det er i veiledningen til bestemmelsen presisert at *"Omfanget av due diligence vil således bero på Euronext Growth Advisors kunnskap om Utstедer 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 Utstедeren, ikke anses som like påkrevet med en formell due*

diligence". I tillegg skal Euronext Growth Advisor kontrollere informasjonsdokumentet og "bekrefte overfor Oslo Børs at slik kontroll er gjennomført i forbindelse med at endelig Informasjonsdokument og utfylt sjekklister oversendes", jf. Regelbok II pkt. 2.3 (1).

2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

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

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

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

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

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

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

2.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det er bevisst interessekonflikten mellom utstederkunden og investorkundene, og at det vurderer interessekonflikten knyttet til rollen som Euronext Growth

Advisor til ikke å være vesens forskjellig fra denne. Foretaket påpeker at interessene til en handelsplass (eksempelvis Euronext Growth) er at selskapene som tas opp til handel er egnet, og at de som investerer på handelsplassen fatter informerte investeringsbeslutninger. Foretaket anfører at tiltakene som allerede er implementert for å håndtere interessekonflikten mellom en utsteder og investorene således også ivaretar handelsplassens interesser. Foretaket trekker også frem at det som hovedregel engasjerer en uavhengig juridisk rådgiver (uavhengig fra utsteder) i forbindelse med en Euronext Growth opptaksprosess.

Foretaket mener at det har implementert tiltak som sikrer at både utstedernes, handelsplassens og investorenes interesser kan ivaretas, men understreker også at det *"ser likevel at det kunne vært tydeligere identifisert at også handelsplassens interesser skal ivaretas, og at iverksatte tiltak for å sikre at handelsplassens interesser ivaretas kunne vært grundigere beskrevet. Dette er nå gjort i selskapets interessekonfliktmatrise. Pareto vil videre bygge ut «Conflict of Interest Policy» for å tydeliggjøre at implementerte tiltak også er ment å ivareta handelsplassens interesser"*.

2.5 Finanstilsynets konklusjon

Foretaket erkjenner at den konkrete interessekonflikten knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor ikke har vært beskrevet i Foretakets instruksjer, men anfører at det har vært bevisst denne konflikten. Foretaket viser i denne forbindelse til at denne konflikten vurderes til å være relativt sammenfallende med interessekonflikten mellom utstederkunden og investorkundene, og til at det som hovedregel engasjerer en uavhengig juridisk rådgiver i forbindelse med en Euronext Growth opptaksprosess.

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

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

3. Opplysninger til kunder – Foretakets ansvar

3.1 Rettslig grunnlag

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

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

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

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

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

3.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Det fremgår av informasjonsdokumentet (Information Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Aker Horizons AS at *"No representation or warranty, express or implied, is made by the Euronext Growth Advisors as to the accuracy, completeness or verification of the information set forth herein [...] The Euronext Growth Advisors assume no responsibility for the accuracy or completeness or the verification of this Information Document and accordingly disclaim, to the fullest extent permitted by applicable law, any and all liability whether arising in tort, contract or otherwise which they might otherwise be found to have in respect of this Information Document or any such statement"*. Tilsvarende tekst fremgår av informasjonsdokumentet (Admission Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Salmon Evolution Holding AS.

Utstederselskapers opptak til handel på Euronext Growth Oslo innebærer som hovedregel at det gjennomføres en emisjon og/eller aksjesalg rett i forkant av offentliggjøring av informasjonsdokumentet. Verdipapirforetak som har påtatt seg rollen som Euronext Growth Advisors forestår

som regel også tilrettelegging og plassering av de aktuelle emisjonene/aksjesalgene. Foretaket har som nevnt vært både Euronext Growth/Merkur Advisor og tilrettelagt/plassert emisjoner for de to utstederselskapene.

Verdipapirforetak som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor bistår blant annet med utarbeidelse og kvalitetssikring av dokumentasjon og informasjonsdokument, er ansvarlig for at det gjennomføres tilstrekkelig DD-undersøkelser, og bekrefter overfor Handelsplassen at utsteder 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 (VPFF) anbefaling nr. 12, om gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo. Det fremgår av pkt. 1 at anbefalingen gir retningslinjer for gjennomføring av DD "ved en notering på Euronext Growth Oslo med tilhørende emisjon eller nedsalg", og det fremheves at "tilrettelegger [har] et ansvar for å sikre at riktig informasjon, herunder risikoforhold ved utsteder, gis til investorer".

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

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

3.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at "Ordlyden i ansvarsfraskrivelsen i informasjonsdokumentet som Finanstilsynet har påpekt i sin foreløpige rapport gir uttrykk for en markedspraksis, og er ikke utformet av Pareto. Tilsvarende tekst inntas i EØS prospekter [...] Den ansvarsbeskrivelsen som benyttes i bransjen, har etter Paretos oppfatning som formål å klargjøre at verdipapirforetakene ikke har objektivt ansvar for den informasjonen som fremlegges. Intensjonen har ikke vært å fraskrive seg eventuelt ansvar som måtte følge av at foretaket ikke utfører sine egne forpliktelser på en forsvarlig måte. Foretaket ser imidlertid at deler av ordlyden ikke nødvendigvis reflekterer dette på en hensiktsmessig måte [...] Det er utsteder som er primæransvarlig for at tegningsgrunnlaget er korrekt og fullstendig, jf. også artikkel 11 i prospektforordningen (EU 2017/1129) og Euronext Growth Oslo Notis 7.1 (1). Ansvarsfraskrivelsen er utformet med det siktemål å klargjøre at Pareto ikke kan avgi noen slik garanti. Pareto ser likevel de utfordringer Finanstilsynet påpeker. Det er

igansatt et tiltak i Verdipapirforetakenes Forbund («VPFF») hvor det blant annet diskuteres hvordan en slik ansvarsbegrensning bør utformes. Pareto vil følge den praksis og rette seg etter de tiltakene som det blir enighet om i VPFF og som omfatter deres medlemsforetak".

3.4 Finanstilsynets konklusjon

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

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

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Hedvig Vold
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.