



ABG SUNDAL COLLIER ASA
Postboks 1444 Vika
0115 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 ABG Sundal Collier ASA (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 Play Magnus 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 verdipapirhandelloven (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 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).

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 Play Magnus AS.

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

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

"bekrefte overfor Oslo Børs at slik kontroll er gjennomført i forbindelse med at endelig Informasjonsdokument og utfylt sjekklister oversendes", jf. Regelbok II pkt. 2.3 (1).

2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Foretaket har som nevnt vært Merkur Advisor/Euronext Growth Advisor for de to utstederselskapene. Foretaket har også tilrettelagt og plassert rettede emisjoner for de to utstederselskapene, samt aksjesalg for det ene utstederselskapets eiere, 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 tilfredsstillende 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 presiserer i Tilsvaret at instruksene knyttet til håndtering av interessekonflikter er oppdatert i etterkant av de versjonene Finanstilsynet har vurdert, men at det likevel er riktig at den

konkrete konflikten beskrevet av Finanstilsynet ikke har vært adressert eksplisitt i instruksene. Foretaket er imidlertid ikke enig i at interessekonflikten ikke har vært identifisert eller håndtert, og fremholder at det har vært bevisst ansvaret som følger av rollen som rådgiver for utstederselskapet på den ene siden og pliktene overfor Handelsplassen på den andre siden. Foretaket understreker at det har fulgt gjeldende retningslinjer fra Oslo Børs og bransje anbefaling nr. 12, om gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo, fra Verdipapirforetakenes Forbund (VPFF), og at det er gjennomført relevante undersøkelser i samsvar med disse retningslinjene. Foretaket fremhever at det blant annet har påsett at due diligence blir gjennomført i samsvar med bransje praksis, at det har gjennomført såkalte “bring down calls”, at det har innhentet fullstendighetserklæringer fra utsteder og at det i denne sammenheng har benyttet standarder utarbeidet av VPFF. Under henvisning til disse aktivitetene anfører Foretaket at det har satt seg i stand til å bekrefte overfor Handelsplassen at vilkårene for opptak til handel er vurdert som tilfredsstillende i samsvar med gjeldende regler.

2.5 Finanstilsynets konklusjon

Foretaket erkjenner at den konkrete interessekonflikten knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor ikke har vært beskrevet i Foretakets instruks, men anfører at det har vært bevisst denne konflikten. Foretaket viser i denne forbindelse til gjennomførte DD-prosesser og øvrige tiltak som beskrevet over, i henhold til bransje praksis og bransjestandarder.

Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor innebærer som nevnt både at det skal bistå utstederselskapet i opptaksprosessen og at det – etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utsteder – skal bekrefte overfor Handelsplassen at utstederselskapet tilfredsstillende vilkårene, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel. Det hviler dermed et stort ansvar på Foretaket, for blant annet å vurdere hvilket omfang av due diligence undersøkelser som er *tilstrekkelig* og for Foretakets rådgivning overfor utstederselskapet knyttet til vurdering av *vesentlighet* i forbindelse med opplysninger som gis i informasjonsdokumentet. Det er dermed svært viktig at verdipapirforetak som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor har høy bevissthet om den interessekonflikten dette innebærer. At et foretak følger etablert bransje praksis ved blant annet å sørge for DD-prosesser, 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 instruks, 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 instruks 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 slutt kunder tas i betraktning, jf. vphl. § 10-9 (2).

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

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

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

3.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Det fremgår av informasjonsdokumentet (Information Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Aker Horizons AS at *"No representation or warranty, express or implied, is made by the Euronext Growth Advisors as to the accuracy, completeness or verification of the information set forth herein [...] The Euronext Growth Advisors assume no responsibility for the accuracy or completeness or the verification of this Information Document and accordingly disclaim, to the fullest extent permitted by applicable law, any and all liability whether arising in tort, contract or otherwise which they might otherwise be found to have in respect of this Information Document or any such statement"*. Tilsvarende tekst fremgår av informasjonsdokumentet (Admission Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Play Magnus 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/aksjesalg 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 VPFfs 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 verdipapirhandelovens krav til investorbeskyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) og (2).

3.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det *"ser de utfordringer som Finanstilsynet påpeker. Teksten det vises til er imidlertid en innarbeidet bransjepraksis som de fleste tilretteleggere har benyttet og fortsatt benytter ved Euronext Growth-noteringer og i ordinære prospekter ved børsnoteringer. Det er satt i gang et tiltak i VPFf hvor det blant annet diskuteres hvordan en slik ansvarsbegrensning bør utformes. ABGSC 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.

4. Lydopptak

4.1 Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 9-16 (1) nr. 8 at verdipapirforetak skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Slik dokumentasjon skal oppbevares i minst fem år, eller lengre tid dersom Finanstilsynet bestemmer det.

Dokumentasjonen etter § 9-16 (1) nr. 8 skal omfatte opptak av alle telefonsamtaler og lagring av all elektronisk kommunikasjon i tilknytning til at det ytes investeringstjenester og utøves investeringsvirksomhet som nevnt i § 2-1 (1) nr. 1 til 7. Dokumentasjonen skal også omfatte samtaler og kommunikasjon som er ment å føre til at det ytes investeringstjenester eller utøves investeringsvirksomhet, jf. vphl. § 9-17 (1).

4.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har i forbindelse med tematilsynet bedt Foretaket om all kommunikasjon, inkludert lydopptak av samtaler og kopi av elektronisk kommunikasjon, mellom Foretaket og de to utstederselskapene i tilknytning til innledende diskusjoner, oppstart og gjennomføring av opptaksprosess og transaksjonsprosess.

Foretaket skrev i oversendelsesbrevet til Finanstilsynet at *"ABGSC følger Verdipapirforetakenes Forbunds anbefaling nr. 11 om lydopptak av investeringstjenester over telefon og dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre elektroniske kommunikasjonskanaler. I anbefalingen er det lagt til grunn at kommunikasjon med utsteder i forbindelse med en plassering betraktes som ytelse av rådgivning om kapitalstruktur mv, og at dette derfor er unntatt fra opptaksplikten i vphl. § 9-17 første ledd. Samtalene som bes oversendt under dette punkt synes derfor utenfor opptaksplikten basert på vår forståelse av bransjeanbefalingen. Rådgivning med hensyn til et foretaks kapitalstruktur, industriell strategi og beslektede spørsmål, samt rådgivning og tjenester i forbindelse med fusjoner og oppkjøp, er tilleggstjeneste og faller utenfor verdipapirhandellovens bestemmelser om lydopptak. Der det likevel er foretatt lydopptak av slike samtaler som nevnt ovenfor og disse ikke er slettet, har vi vedlagt disse."* Foretaket har oversendt enkelte lydopptak av samtaler mellom Foretaket og de to aktuelle utstederselskapene, men det var Finanstilsynets forståelse at det oversendte materialet var tilfeldig og ufullstendig.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det er enig i Foretakets bemerkning om at rådgivning knyttet til foretaks kapitalstruktur med videre er en tilleggstjeneste som ikke omfattes av verdipapirhandellovens krav om lydopptak og lagring. Disse tjenestene er nærmere definert i vphl. § 2-6 (1) nr. 3.

Finanstilsynet presiserte at Foretakets oppdrag for de to utstederselskapene imidlertid også omfattet plassering av emisjoner for de to utstederselskapene samt aksjesalg for det ene utstederselskapets eiere. Plassering av finansielle instrumenter og utførelse av ordre på vegne av kunde er som kjent definert som investeringstjenester, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 2, 6 og 7. Foretakets samtaler og elektroniske kommunikasjon i tilknytning til disse tjenestene er følgelig omfattet av lydopptaks- og lagringsplikten.

Som det fremgår av den aktuelle bestemmelsen i § 9-17 (1) så skal dokumentasjonen også omfatte samtaler og kommunikasjon som *er ment å føre til* at det ytes investeringstjenester. Finanstilsynet understreket at Foretaket dermed 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.

Finanstilsynet viste i Rapporten til mottatt dokumentasjon knyttet til oppdragene for de to utstederselskapene, og bemerket at det fremstår som åpenbart at de to oppdragene ville involvere ytelse av investeringstjenesten plassering, i tillegg til ytelse av investeringstjenesten utførelse av ordre for det ene oppdraget, og at dette tilsynelatende har vært et klart premiss relativt tidlig i begge prosessene. Finanstilsynet påpekte at det dermed ser ut til at Foretaket over lengre perioder, i forbindelse med de to oppdragene, ikke har etterlevet verdipapirhandellovens lydopptaks- og dokumentasjonskrav.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten at Foretaket ikke har sørget for å dokumentere ytelsen av investeringstjenester, jf. vphl. §§ 9-16 (1) nr. 8 og 9-17 (1).

4.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skrev i Tilsvaret at *"ABGSC har fulgt VPPF's bransjeanbefaling nr. 11 - anbefaling om lydopptak av investeringstjenester over telefon og dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre elektroniske kommunikasjonskanaler. Etter bransjeanbefalingen skal det ikke gjøres opptak av kommunikasjon med utsteder i forbindelse med en plassering ettersom kommunikasjon med utsteder betraktes som ytelse av rådgivning om kapitalstruktur mv. Denne tilleggstjenesten er unntatt fra opptaksplikten i vphl. § 9-17 første ledd. Bransjeanbefalingen er dermed ikke i samsvar med Finanstilsynets forståelse av opptaksplikten slik denne fremgår i Rapporten. ABGSC tar Finanstilsynets kommentarer til etterretning og vil igangsette tiltak for å vurdere Foretakets prosedyrer for lydopptak"*.

4.4 Finanstilsynets konklusjon

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 compliancefunksjon. Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for å dokumentere ytelsen av investeringstjenester, jf. vphl. §§ 9-16 (1) nr. 8 og 9-17 (1). Finanstilsynet forventer at verdipapirforetakene foretar selvstendige vurderinger av gjeldende regelverk.

5. Ansattes egenhandel

5.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-9. Etter vphl. § 10-9 (1) skal verdipapirforetak som et overordnet prinsipp opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. Verdipapirforetak plikter videre å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1).

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

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

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

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

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

5.2 Foretakets instruks

Det fremgår av Foretakets instruks for ansattes egenhandel at: *"All personal transactions shall be pre-approved by compliance"*. Det fremgår av samme instruks pkt. 4 at: *"If the Investment Banking department has had an assignment for a company, staff may not buy shares issued by the company or other financial instruments whose value depends on the company's shares until the day following the publication of the first periodic report/public accounting report after the transaction has been completed. (Applicable only for staff in Norway, Denmark and Germany and for Swedish IB staff"*

including their associated persons.)". En tilsvarende anbefaling finnes i VPFs anbefaling nr. 5 (Anbefalte retningslinjer for ansattes egenhandel) pkt. 6.

Det fremgår videre av samme instruks pkt. 7 at: *"Staff who are working on, or in some other way know the content of or the planned publication date of, Investment Research, may not trade in financial instruments for their own account if they know that ABGSC will publish Investment Research about the issuer of the instrument concerned. The prohibition lasts until the end of the publication day"*.

5.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har mottatt transaksjonsoversikter for Foretakets ansattes egenhandler i aksjer i de to undersøkte utstederselskapene. For det ene selskapet er det ikke opplyst om egenhandel, mens mottatt transaksjonsoversikt for det andre selskapet viser at ti av Foretakets ansatte har kjøpt aksjer i selskapet i perioden fra og med første handelsdag på Handelsplassen til og med to dager før Foretaket publiserte sin første analyse på selskapet. Finanstilsynet har mottatt utfylt og godkjent søknadsskjema for de aktuelle transaksjonene. Foretaket har forklart til Finanstilsynet at *"ABGSC's analytikere startet arbeidet med analysen den [...], samme dag som første noteringsdag på Euronext Growth Market. Gjeldende bransjepraksis på denne tiden var 14 dagers analyse-blackout etter første noteringsdag. Dette ble senere vedtatt som bindende bransjestandard for medlemmer av Verdipapirforetakenes Forbund (Bransjestandard nr. 3 1. desember 2020). Første mulige publiseringsdag for initieringsanalysen var således [...]"*.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det ser ut til at samtlige egenhandler i det aktuelle selskapet for de ti ansatte er godkjent og gjennomført i strid med Foretakets egen instruks, som fastsetter at egenhandel ikke kan finne sted i perioden mellom "investment banking transaksjonen" og dagen etter offentliggjøring av selskapets neste delårsrapport.

Finanstilsynet viste videre til Foretakets opplysning om gjeldende bransjepraksis med *"14 dagers analyse-blackout etter første noteringsdag"*. Finanstilsynet skrev at det legger til grunn at Foretakets ansatte var kjent med denne praksisen, og at når første handelsdag på Handelsplassen var kjent så ville det være rimelig å anta at Foretakets første selskapsanalyse ville publiseres ikke lenge etter 14 dager (den ble i dette tilfellet publisert 29 dager etter første handelsdag). Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål om ikke samtlige av de ansatte som kjøpte aksjer i selskapet i den aktuelle perioden hadde kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av analysen, jf. Kommisjonsforordningens artikkel 37.

5.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skrev i Tilsvaret at instruksene som regulerte at egenhandel ikke kan finne sted i perioden mellom "investment banking transaksjonen" og dagen etter offentliggjøring av selskapets neste delårsrapport ble endret rett i forkant av de aktuelle egenhandlene omtalt i Rapporten, for å harmonisere med svenske egenhandelsregler. Foretaket forklarte at *"Vedtaket innebar at det ble besluttet å fravike den norske anbefalingen om handelsforbud for alle ansatte frem til første periodiske rapportering etter at transaksjonen er gjennomført. Det ble vedtatt at handelsforbudet kun skulle videreføres for ansatte som deltok i det relevante prosjekt-teamet på Investment Banking, slik at øvrige ansatte som ikke hadde hatt befattning med Investment Banking-prosjektet, kunne handle aksjen i denne perioden dersom handelen forøvrig var i samsvar med Personal Transactions Procedure. Det var ingen medlemmer av prosjekt-teamet for [det aktuelle oppdraget] som fikk godkjent egenhandler i perioden. Det er altså ikke godkjent eller gjennomført egenhandler i strid med gjeldende interne regler. Vedtaket ble først inntatt i Personal Transactions Procedure ved*

neste oppdatering av prosedyren [...]. Ved en inkurie ble vedtaket ikke omtalt i forbindelse med at egenhandelsprosedyrene ble sendt inn til Finanstilsynet".

Foretaket redegjorde videre for de tiltakene som er iverksatt for å sikre konfidensialitet rundt foretakets analyser, både når det gjelder innhold og tidspunkt for opptak av dekning og publisering av analyserapporter. Foretaket anførte at "Det er ikke grunnlag for å anta at ansatte som ikke er del av denne snevre personkretsen som har kjennskap til detaljer rundt publisering av analyser (altså aktuell analytiker, analysesjef, editors og compliance), likevel kan sies å ha slik kjennskap som følge av at de forutsettes å kjenne til blackout-regelen i bransje-anbefalingen. Det at det er fastsatt minimumsregler om research blackout i bransjeanbefalingen gir kun en indikasjon på når det tidligst kan publiseres en analyse og det kan ikke settes likhetstegn mellom den dato en research blackout utløper og det sannsynlige tidspunktet for publisering. Det er en rekke andre faktorer som avgjør når en analyse skal publiseres, blant annet vil det bero på offentliggjøring av tall eller nyheter fra selskapet samt kapasitet og ressurser i analyseavdelingen. En gjennomgang av våre Initiation of coverage analyser for selskaper notert på Euronext Growth viser også relativt stor variasjon i tidspunkt for opptak av dekning sett i forhold til første handelsdag etter en notering, og i snitt har det gått 49 dager mellom første handelsdag og publisering av analyse".

5.5 Finanstilsynets konklusjon

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

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

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Hedvig Vold
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.