



CLARKSONS SECURITIES AS
Munkedamsveien 62C
0270 OSLO

VÅR REFERANSE
23/1148

DERES REFERANSE

DATO
25.01.2024

Tilsynsrapport

1. INNLEDNING

Rettede emisjoner, som innebærer at utstederselskapet retter tilbudet om å tegne nye aksjer til en eller flere bestemte aksjonærer eller andre personer, er den klart mest benyttede formen ved kapitalforhøyelser i det norske markedet. Rettede emisjoner innebærer en fravikelse av aksjelovgivningens hovedregel om at alle aksjonærer, ved en forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning av aksjer mot kontantinnskudd, har fortrinnsrett til å tegne aksjer ut ifra samme eierforhold som de fra før eier aksjer i utstederselskapet (heretter betegnet fortrinnsrettsemisjoner). Rettede emisjoner medfører dermed en eiermessig utvanning av eksisterende aksjonærer. På denne bakgrunn, og som ledd i det generelle tilsynet med verdipapirmarkedet i Norge, har Finanstilsynet sett nærmere på rettede emisjoner gjennomført i 2022 i utvalgte utstederselskaper opptatt til handel på Oslo Børs (regulert marked) eller Euronext Growth Oslo (multilateral handelsfasilitet). Som en del av sine undersøkelser har Finanstilsynet gjennomført tematisyn hos handelsplassene og de verdipapirforetakene som har vært involvert i de aktuelle prosessene.

Finanstilsynet har i denne forbindelse gjennomført et dokumentbasert tematisyn i Clarksons Securities AS (heretter omtalt som Foretaket). Tematisynet dekker primært forhold knyttet til Foretakets rolle som tilrettelegger og plasserer i emisjonsprosessene i Borr Drilling Limited (august 2022), Cool Company Limited (november 2022) og Argeo AS (desember 2022).

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1) nr. 1, 2, 3, 5, 6 og 7, samt de tilknyttede tjenestene 1, 3, 4, 5 og 6 nevnt i vphl. § 2-6 (1).

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 30. oktober 2023 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 29. november 2023 (Tilsvaret). Deler av tematikken fra punkt 3 i Rapporten er skilt ut som et eget tema, og behandles ikke nærmere i denne tilsynsrapporten.

Kopi av denne tilsynsrapporten bes sendt Foretakets revisor.

2. RÅDGIVNING OG OPPLYSNINGER TIL UTSTEDERKUNDEN

2.1 Rettslig grunnlag

Prinsippet om likebehandling av aksjonærer følger av aksjelovgivningen. Utgangspunktet er som nevnt at aksjonærene i selskapet, ved forhøyelse av aksjekapitalen ved aksjetegning mot

kontantinnskudd, har fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet, jf. aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) § 10-4 (1). I medhold av asl./asal. § 10-5 kan eksisterende aksjonærs fortrinnsrett tilsidesettes gjennom beslutning av generalforsamlingen, eventuelt på bakgrunn av styrefullmakt gitt av generalforsamlingen i henhold til asl./asal. § 10-14 (2) nr. 3. Forslag om at generalforsamlingen skal fatte beslutning om å fravike fortrinnsretten eller tildeling av styrefullmakt skal begrunnes, jf. asl / asal. § 10-3 (3), jf. § 10-15. Rettede emisjoner innebærer således et unntak fra hovedregelen om likebehandling, ettersom fortrinnsrettsemisjoner prinsipielt vil ivareta kravet om likebehandling.

I vphl. § 5-14 er det gitt en særlig bestemmelse om likebehandling av eiere av finansielle instrumenter utstedt av selskaper opptatt til handel på regulert marked. Det følger av bestemmelsen at:

- (1) Utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel på norsk regulert marked, skal likebehandle innehaverne av deres finansielle instrumenter. Utsteder må ikke utsette innehaverne av de finansielle instrumentene for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteders og innehavernes felles interesse.*
- (2) I forbindelse med omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike, må utsteders styrende organer, tillitsvalgte eller ledende ansatte ikke treffe tiltak som er egnet til å gi dem selv, enkelte innehavere av finansielle instrumenter eller tredjemenn en urimelig fordel på bekostning av andre innehavere eller utsteder. Det samme gjelder ved omsetning eller utstedelse av finansielle instrumenter eller rettigheter til slike innen konsern som utsteder inngår i.*

Oslo Børs ASA har inntatt en likelydende likebehandlingsregel i sitt eget regelverk. Regelverket er gjort gjeldende for utstedere av finansielle instrumenter opptatt til handel både på Oslo Børs, Euronext Expand Oslo¹, og på Euronext Growth Oslo².

Likebehandlingsreglene regulerer direkte kun *utsteders* plikter. Verdipapirforetakene er imidlertid underlagt egne, separate plikter som skal etterleves ved deres rådgivning m.m. overfor utstedere og investorer. Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundens beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Henvisningen til "markedets integritet" medfører at atferd overfor både utstederkunder og investorkunder som er egnet til å svekke tilliten til verdipapirforetak spesielt og til markedet generelt, rammes. Reglene skal bidra til å sikre investorbeskyttelse, og legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter, se vphl. § 1-1. Verdipapirforetak skal etter vphl. § 10-10 (1) påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende.

Verdipapirforetakene plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å forhindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1). Virksomheten skal etter vphl. § 9-16 (1) nr. 2 innrettes slik at risikoen for interessekonflikter begrenses til et minimum.

Verdipapirforetak er også underlagt plikter som fremgår av delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565 (Kommisjonsforordningen), jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2 (1), herunder blant annet

¹ Euronext Oslo Regelbok II punkt 2.1.

² Euronext Growth Oslo Regelbok II punkt 3.1.

detaljerte regler knyttet til håndtering av interessekonflikter, opplysningsplikter overfor utstederkunden, kursfastsettelse og tildeling. Etter Kommisjonsforordningen artikkel 40 nr. 5 skal verdipapirforetak drøfte plasseringsprosessen med utstederkunden for at foretaket skal kunne forstå og ta hensyn til kundens interesser og mål.

Om informasjon til utstederkunden følger det av Kommisjonsforordningen artikkel 38 nr. 1 at:

"1. Investment firms which provide advice on corporate finance strategy, as set out in Section B (3) of Annex I, and provide the service of underwriting or placing of financial instruments, shall, before accepting a mandate to manage the offering, have arrangements in place to inform the issuer client of the following:

(a) the various financing alternatives available with the firm, and an indication of the amount of transaction fees associated with each alternative;

(b) the timing and the process with regard to the corporate finance advice on pricing of the offer;

(c) the timing and the process with regard to the corporate finance advice on placing of the offering;

(d) details of the targeted investors, to whom the firm intends to offer the financial instruments;

(e) the job titles and departments of the relevant individuals involved in the provision of corporate finance advice on the price and allotment of financial instruments; and

(f) firm's arrangements to prevent or manage conflicts of interest that may arise where the firm places the relevant financial instruments with its investment clients or with its own proprietary book."

I henhold til vphl. § 9-16 (1) nr. 1 skal verdipapirforetak ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrift. Videre følger det av vphl. § 9-16 (1) nr. 8 at verdipapirforetak skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og investeringsvirksomhet. Dokumentasjonen skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for er overholdt.

2.2 Verdipapirforetaks rolle som tilrettelegger og plasserer

Ved gjennomføring av en emisjon utnevner utstederkunden gjerne et eller flere verdipapirforetak til å tilrettelegge og plassere emisjonen. Oppdraget styres av en mandatavtale mellom utstederkunden og verdipapirforetakene. Plasseringsdelen av oppdraget innebærer at verdipapirforetakene opptrer som mellommann mellom utstederkunden og potensielle investorer og yter investeringstjenesten plassering nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 6 eller 7. Tilretteleggerdelen av oppdraget kan variere i art og omfang, men innebærer som regel rådgivning overfor utstederkunden om emisjonsform og -struktur, bistand ved utarbeidelse av prospekt/informasjonsdokument/presentasjonsmateriale/tegningsblanketter, gjennomføring av markedssonderinger og markedsføring, videreformidling av informasjon på vegne av utsteder, mottakelse og videreformidling av tegninger, organisering av bookbuilding, samt råd om tildeling og gjennomføring av oppgjør. Verdipapirforetakenes markedssonderinger og råd til utstederkunden er ofte sterkt førende for utstederkundens valg av emisjonsform og -struktur. Verdipapirforetakene må i denne forbindelse være spesielt

oppmerksomme på prinsippet om likebehandling og kravene om å ikke utsette innehavere av finansielle instrumenter for forskjellsbehandling som ikke er saklig begrunnet ut fra utsteder og innehavernes felles interesse. Forhold som blant annet emisjonsvolum, emisjonskurs og eventuelle reparasjonsemisjoner vil være sentrale vurderingstemaer. Verdipapirforetakenes råd og vurderinger må dokumenteres på en slik måte at etterlevelsen av foretakenes plikter kan være gjenstand for etterfølgende kontroll.

Foretaket opplyste at det var Foretakets datterselskap i New York, Clarksons Securities, Inc. (heretter CSI) som var utnevnt som tilrettelegger i forbindelse med i emisjonen i Borr Drilling Limited (heretter Borr). Finanstilsynet har dermed ikke bedt om dokumentasjon på tilretteleggeroppdraget som sådan. I rapporten ba Finanstilsynet om en redegjørelse for den nærmere arbeidsfordelingen mellom Foretaket og CSI ved tilretteleggingen og gjennomføringen av emisjonen i Borr. Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse i Tilsvaret til etterretning.

Når det gjelder emisjonen i Cool Company Limited (heretter Cool), har Foretaket opplyst at det fra sensommeren 2022 var involvert i diskusjoner med en betydelig aksjonær i Cool knyttet til et eventuelt nedslag og ulike modeller for dette. Oversendt mandatavtale viser at Foretaket hadde et bredt mandat og ansvarsområde. De øvrige tilretteleggerne ble etter det opplyste engasjert i slutten av oktober 2022.

For emisjonen i Argeo AS (heretter Argeo, sammen med Borr og Cool betegnet som Utstederne) har Foretaket opplyst at det kom sent inn i prosessen som tilrettelegger. I henhold til oversendt mandatavtale var Foretakets oppgaver primært knyttet til bistand i forbindelse med markedssonderinger, utarbeidelse av markedsføringsmateriale, aksjetegning, allokering og oppgjør.

2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Oversendt dokumentasjon avdekket at Foretaket ikke ser ut til å ha etterlevd dokumentasjonspliktene i henhold til vphl. § 9-16 (1) nr. 8, herunder lydopptaks- og lagringsplikten i vphl. § 9-17 (1), jf. (4) (se kapittel 5). Finanstilsynet har dermed ikke kunnet vurdere det nærmere innholdet av Foretakets rådgivning til Utstederne, herunder hvorvidt Foretaket har overholdt sine forpliktelser i rollen som tilrettelegger og plasserer i de utvalgte emisjonene.

Basert på den dokumentasjonen som ble oversendt, samt opplysninger gitt av Foretaket i oversendelsesbrevet, var det likevel Finanstilsynets inntrykk at valg av emisjonsform og likebehandling av Utstedernes aksjonærer i liten grad ser ut til å være gjenstand for diskusjon. Emisjonsform ser ut til å være gitt på forhånd av Utstederne, og Foretaket ser i svært liten grad ut til å kommentere eller utfordre Utstedernes vurderinger og begrunnelse for å utforme kapitalforhøyelsen som en rettet emisjon. Finanstilsynet har med andre ord inntrykk av at tilretteleggeroppdraget i disse tilfellene går ut på å gjennomføre en allerede forhåndsbestemt rettet emisjon.

Foretaket har i forbindelse med emisjonen i Borr opplyst at Borr i mindre grad hadde behov for rådgivning fra Foretaket med hensyn til valg av transaksjonsstruktur mv. Foretaket har videre opplyst at den valgte transaksjonsstrukturen etter Foretakets vurdering fremsto *"som godt egnet til å ivareta utstederselskapets og aksjonærfellesskapets interesser og Foretaket fant ikke grunn til å reise innsigelser mot denne [...]"*.

I forbindelse med emisjonen i Cool har Foretaket opplyst at Cool den 25. oktober 2022 informerte om at kapitalforhøyelsen skulle gjennomføres som en rettet emisjon, og at denne beslutningen var fattet uten rådgivning fra Foretaket.

Når det gjelder emisjonen i Argeo, har Foretaket opplyst at det ble engasjert sent i prosessen og at *"[...] på dette tidspunktet var det allerede truffet beslutning om å gjøre transaksjonen som en rettet emisjon og emisjonsvolumet var bestemt [...]"*.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket i de omtalte emisjonsprosessene ikke hadde sørget for å gi Utstederne balansert informasjon og rådgivning knyttet til valg av emisjonsform og -struktur, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1).

2.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

I Tilsvaret skriver Foretaket at *"rådgivningen som ytes i det enkelte tilfelle vil måtte vurderes konkret ut fra det enkelte utstederselskaps behov, kunnskap og erfaring med emisjoner. Tidsaspektet er også sentralt, om utsteder har et akutt likviditetsbehov og/eller om emisjonen skal finansiere et konkret prosjekt, kjøp av eiendeler eller refinansiere eksisterende gjeld som forfaller i nær fremtid. Det er også av vesentlig betydning om utsteder allerede har vurdert og besluttet transaksjonsform sammen med en annen hovedtilrettelegger"*.

Foretaket opplyser i Tilsvaret at de har oppdatert sine interne rutiner på dette området, og fastsatt at det må gjøres en dokumentert vurdering av transaksjonsform og at utsteder må opplyses om ulike alternative transaksjonsstrukturer. Etter de oppdaterte rutineene skal utsteder opplyses om fordeler og ulemper, samt bevisstgjøres vurderinger som må gjøres rundt likebehandling. Videre skriver Foretaket at *"hvor langt denne opplysningsplikten går vil være avhengig av blant annet utsteders erfaring og profesjonalitet, om dette allerede er vurdert av hovedtilrettelegger ved emisjonen, tidsaspektet og andre konkrete forhold rundt transaksjonen"*.

Foretaket redegjør i tillegg for ulike omstendigheter knyttet til de utvalgte transaksjonene.

2.5 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet presiserer at verdipapirforetaks plikter etter vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) til å påse at markedets integritet ivaretas på beste måte og til å påse at all informasjon som gis til kunder er balansert og klar, innebærer at foretakene har en selvstendig plikt til å informere og rådgi om alternative emisjonsformer, herunder om emisjonen bør gjennomføres som en fortrinnsrettsemisjon, uavhengig av de vurderinger utsteder selv måtte ha gjort når det gjelder emisjonsform. Dette må dokumenteres. Dersom det blir besluttet å gjennomføre kapitalforhøyelsen som en rettet emisjon, forventer Finanstilsynet at verdipapirforetakene også dokumenterer at de gir klare og balanserte råd til utsteder om sentrale forhold ved en eventuell reparasjonsemisjon som kan bidra til å sikre en større grad av likebehandling av aksjonærene. Gjennomføringen av en reparasjonsemisjon vil imidlertid ikke frita foretakene fra å initielt rådgi om emisjonsform. Tilretteleggerens råd og anbefalinger vil som nevnt ofte være sterkt førende for utsteders valg i en emisjonsprosess. Det er derfor viktig at verdipapirforetakene er bevisst på dette, særlig dersom den planlagte kapitalinnhentingene eksempelvis innebærer betydelig utvanning av eksisterende aksjonærer og/eller større rabatter.

Selv om det er generalforsamlingen/styret i utstederselskapet som fatter den endelige beslutningen om emisjonsform og -struktur, må verdipapirforetakene bidra til at utsteders beslutninger er basert på et adekvat informasjonsgrunnlag hvor likebehandling av eksisterende aksjonærer inngår som et sentralt vurderingstema, og at informasjonen/rådene som gis til utsteder er klare og balanserte.

Finanstilsynet har samtidig forståelse for at foretakenes anledning til å påvirke utstederens egne vurderinger og rekkevidden av plikten til å rådgi om alternative emisjonsformer og -strukturer, som i større grad kan bidra til likebehandling av utsteders aksjonærer, vil avhenge av blant annet på hvilket tidspunkt i prosessen foretaket involveres, og av foretakets ansvarsområde og oppgaver slik de er skissert i mandatavtalen. Andre konkrete omstendigheter knyttet til utsteder og emisjonen vil også kunne virke inn. Handlingsrommet kan være begrenset dersom det f.eks. dreier seg om en "kriseemisjon" med knapp tidshorison, hvor utsteders kapital/likviditetssituasjon tilsier at det ikke foreligger reelle og praktisk gjennomførbare alternativer til en rettet emisjon, og at det åpenbart er i aksjonærfellesskapets interesse at dette blir gjennomført.

Hensiktsmessige rutiner på dette området er vesentlig for å sikre forståelse og bevissthet blant Foretakets ansatte og for å innarbeide en god kultur og praksis internt i Foretaket for deres rolle som tilrettelegger og rådgiver i emisjonsprosesser, herunder om hvilke vurderinger og råd Foretaket skal gi kunden om emisjonsform og -struktur mv. i lys av kravet om likebehandling av utsteders aksjonærer og kravet om å sikre at all informasjon som gis er balansert og klar. Finanstilsynet vil imidlertid understreke at informasjons- og rådgivningsplikten også gjelder overfor erfarne og profesjonelle kunder.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i flere av emisjonsprosessene ikke har sørget for å gi utstederne balansert informasjon og rådgivning knyttet til valg av emisjonsform og -struktur, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1). Finanstilsynet tar Foretakets justerte instruksjer og rutiner til etterretning.

3. GJENNOMFØRING AV MARKEDSSONDERINGER

3.1 Rettslig grunnlag

Det oppstilles i forordning (EU) nr. 596/2014 (markedsmissbruksforordningen, heretter betegnet MAR), jf. verdipapirhandelloven (vphl.) § 3-1 (1), og tilhørende underrettsakter, detaljerte regler for gjennomføringen og dokumentasjonen av såkalte markedssonderinger. I henhold til MAR artikkel 2 nr. 1 (a) og (b) får forordningen anvendelse på finansielle instrumenter som er opptatt til handel på et regulert marked eller multilateral handelsfasilitet (MHF), eller som er søkt opptatt til handel på regulert marked eller MHF. Reglene i MAR gjelder uavhengig av hvor aktøren oppholder seg eller har hovedsete. Avgjørende etter MAR artikkel 2 nr. 4 er om en eventuell forordningsstridig handling har skjedd i tilknytning til et forannevnt finansielt instrument.

Etter MAR artikkel 11 nr. 1 omfatter markedssonderinger formidling av opplysninger til en eller flere potensielle investorer før offentliggjøring av en transaksjon for å vurdere interessen hos potensielle investorer for en mulig transaksjon og vilkårene for den. I fortalen til MAR punkt 32 er markedssonderinger omtalt som et svært verdifullt verktøy for å vurdere interessen hos potensielle investorer, styrke dialogen med aksjeeierne, sikre en smidig avvikling av handlene og at utsteder, eksisterende aksjeeiere og eventuelle nye investorer har sammenfallende oppfatninger. Mulighetene for å gjennomføre markedssonderinger er videre omtalt som viktig for at finansmarkedene skal virke på en tilfredsstillende måte. I forkant av gjennomføringen av en markedssondering, skal det etter

MAR artikkel 11 nr. 3 vurderes hvorvidt markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon (som definert i MAR artikkel 7). Denne vurderingen skal dokumenteres og begrunnes.

En tredjepart som opptrer på vegne av utsteder eller for utsteders regning, og som legger frem opplysninger i forbindelse med en markedssondering, er definert som "markedsdeltaker som formidler informasjon", jf. MAR artikkel 3 nr. 1 (32). Markedsdeltakere som formidler informasjon er underlagt en rekke plikter etter MAR artikkel 11, herunder nr. 5 om innhenting av samtykke til å motta innsideinformasjon fra mottakerne av markedssonderingen, samt opplysningsplikt overfor mottakeren om relevante regler som aktualiseres, jf. nr. 5 a) – d). Pliktene etter MAR artikkel 11 er utdypet gjennom kommisjonsforordningene (EU) 2016/959 og (EU) 2016/960, jf. vpf. § 3-1 (6) og (5).

Reglene om markedssondering er en såkalt "*safe harbour*" fra forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon etter MAR artikkel 14 bokstav c, jf. artikkel 10 nr. 1. Nærmere bestemt innebærer dette at markedssondering som gjøres i henhold til disse reglene, ikke skal være å anse som overtredelse av forbudet mot ulovlig spredning av innsideinformasjon, jf. MAR artikkel 11 nr. 4. Dersom reglene ikke overholdes vil markedssonderingene ikke omfattes av "safe harbour"-unntaket, og det vil da være en risiko for at markedssonderingene vil kunne anses som ulovlig spredning av innsideinformasjon.

Det følger detaljerte krav til gjennomføringen av markedssonderingene i kommisjonsforordning (EU) 2016/960. Av artikkel 3 fremgår det blant annet at markedsdeltakere som formidler informasjon skal ha innført fremgangsmåter for å utveksle et standardisert sett av opplysninger, i en forhåndsfastsatt rekkefølge, til mottakere av markedssonderingen, jf. artikkel 3 nr. 1. Etter artikkel 3 nr. 2 skal det standardiserte settet av opplysninger benyttes overfor alle mottakere av markedssonderingen. Formålet med reglene er å sikre at samtlige potensielle investorer mottar den samme, begrensede informasjonen i markedssonderingen.

Markedsdeltakere som formidler informasjon skal, dersom det anses at markedssonderingen vil innebære spredning av innsideinformasjon, sørge for at det standardiserte settet av opplysninger er innholdsmessig i samsvar med kravene som fremgår av artikkel 3 nr. 3 bokstav a-h og at opplysningene gis i den angitte rekkefølgen.

3.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har gjennomgått innsendt dokumentasjon knyttet til Foretakets markedssonderinger i tilknytning til de utvalgte emisjonsprosessene, og stilte i Rapporten enkelte oppfølgingsspørsmål knyttet til materialet som var utarbeidet og opplysningene som ble gitt til potensielle investorer.

3.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket har i Tilsvaret redegjort for de aktuelle markedssonderingene og besvart Finanstilsynets oppfølgingsspørsmål.

3.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse til etterretning.

Finanstilsynet vil imidlertid presisere at manglende etterlevelse av reglene om markedssonderinger vil innebære en risiko for at en forespørsel til en potensiell investor om å delta i en markedssondering vil kunne utgjøre ulovlig spredning av innsideinformasjon. Dette må vurderes konkret ut fra forholdene ved den enkelte forespørselen, samt hvilken type informasjon og mengden av informasjon som deles i forbindelse med forespørselen. Generelt vil risikoen for at det kan innebære ulovlig spredning av innsideinformasjon øke når det ved forespørsel om deltakelse gis informasjon som kan øke sannsynligheten for at utstederselskapet identifiseres. Hva slags informasjon dette kan dreie seg om må som nevnt bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfelle, men det må under ingen omstendighet gis informasjon som i sum kan danne grunnlag for identifisering av utstederselskapet. Det må dermed utvises stor varsomhet med hvilken informasjon som gis ettersom det er vanskelig å kontrollere fullt ut om og i hvilken grad investorer, enten direkte eller gjennom sine kontaktflater, kan sette sammen fragmenter til et mer meningsfullt hele slik at det foreligger presise opplysninger som er egnet til å påvirke kursen på de aktuelle finansielle instrumenter merkbart. Dersom flere verdipapirforetak er engasjert som tilretteleggere i samme transaksjon og bistår utstederselskapet med markedssonderingene, forventer Finanstilsynet at tilretteleggerne er koordinert med hensyn til hvilken begrenset informasjon det enkelte foretak deler med potensielle investorer. I motsatt fall vil risikoen for identifikasjon kunne øke betraktelig.

Videre er det et sentralt aspekt at mottakeren av forespørselen om deltakelse i markedssonderingen kan risikere å ufrivillig havne i innsideposisjon med blant annet tilhørende handelsforbud i henhold til MAR artikkel 14 bokstav a dersom opplysningene som gis i forespørselen er av en slik art og omfang at det danner grunnlag for identifisering av utstederen, *før* mottakeren har samtykket til å motta innsideinformasjon. Dette vil utgjøre et brudd på kravet om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-9 (1). Det må derfor også på dette grunnlaget utvises stor varsomhet med hensyn til informasjonen som deles ved slike forespørsler.

Finanstilsynet forutsetter at verdipapirforetakene har høy bevissthet med hensyn til hvilken informasjon som deles i forbindelse med gjennomføringen av markedssonderinger og at det foretas konkrete vurderinger av dette *før* oppstart av markedssonderingen i hver enkelt transaksjon. Disse vurderingene skal som nevnt dokumenteres og begrunnes.

4. INNSIDELISTER

4.1 Rettslig grunnlag

Det følger av MAR artikkel 18 nr. 1 a) at utstedere eller person som opptrer på deres vegne eller for deres regning skal føre innsidelister med oversikt over alle personer som har tilgang til innsideinformasjon, og som arbeider for dem i henhold til arbeidsavtale eller på annen måte utfører oppgaver som innebærer at de har tilgang til innsideinformasjon. Etter ESMA's spørsmål- og sverdokument ESMA 70-145-11 (ESMA Q&A om MAR) punkt 10.1 har personer som opptrer på utsteders vegne en selvstendig plikt til å utarbeide egne innsidelister. Listen skal på nærmere fastsatte vilkår oppdateres og på forespørsel oversendes til Finanstilsynet, jf. MAR artikkel 18 nr. 1 b) og c). Listeføringsplikten er knyttet til definisjonen av "innsideinformasjon" i MAR artikkel 7 nr. 1 a). Med innsideinformasjon menes presise opplysninger som ikke er blitt offentliggjort, som direkte eller indirekte vedrører en eller flere utstedere eller ett eller flere finansielle instrumenter, og som er egnet til å påvirke kursen på disse finansielle instrumentene eller kursen på tilknyttede finansielle derivater merkbart dersom de blir offentliggjort. Vilkårene om at opplysningene må være presise og være egnet til å påvirke kursen merkbart er nærmere presisert i MAR artikkel 7 nr. 2 og nr. 4.

I henhold til MAR artikkel 18 nr. 4 skal innsidelisten oppdateres umiddelbart, med angivelse av dato for oppdateringen, dersom årsaken til at en person er oppført på innsidelisten endres, når en ny person får tilgang til innsideinformasjon og må tilføyes på innsidelisten, samt når en person ikke lenger har tilgang til innsideinformasjon.

Innsidelisten skal etter MAR artikkel 18 nr. 3 minst omfatte identiteten til alle personer som har tilgang til innsideinformasjon, årsaken til at vedkommende er oppført på innsidelisten, dato og klokkeslett da personen fikk tilgang til innsideinformasjonen og datoen da innsidelisten ble utarbeidet. Det er oppstilt detaljerte krav til innsidelister og standardformater i Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210, jf. vpf. § 3-1 (15) (trådte i kraft 1. juni 2023). Innsidelister som føres etter MAR artikkel 18 nr. 1 skal utarbeides i henhold til *Template 1* i Annex I, jf. Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210 artikkel 1 nr. 1. På tidspunktet tilsynet ble gjennomført, fulgte detaljerte krav til innsidelister og standardformater av Kommisjonsforordning (EU) 2016/347, som ble erstattet av Kommisjonsforordning (EU) 2022/1210.

4.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet stilte i Rapporten enkelte spørsmål knyttet til tidspunkter for Foretakets oppføring og fjerning av meglere på innsidelisten i forbindelse med emisjonen i Borr i august 2022. Finanstilsynet ba også om en nærmere redegjørelse for hvorfor en konkret ansatt som tilsynelatende burde vært ført på listen ikke var det.

Foretaket har opplyst at det ble ansett å foreligge innsideinformasjon 17. juni 2022 kl. 17:00, og det ble ført innsideliste fra dette tidspunktet. Foretakets meglere ble deretter satt på innsideliste den 29. juni 2022. Den planlagte emisjonen ble deretter utsatt en rekke ganger, og Borr publiserte den 14. juli blant annet en børsmelding med informasjon om den planlagte emisjonen³. Foretaket vurderte etter det opplyste meglerne til å være ute av innsideposisjon som følge av offentliggjøringen. Ifølge oversendt innsideliste ble Foretakets meglere igjen ført på innsidelisten 8. august kl. 09:00. Innsidelisten ble avsluttet ved offentliggjøring av transaksjonen den 9. august 2022 kl. 22:49.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det ikke kunne se at hendelsene for Foretakets meglere den 29. juni 2022 og 14. juli 2022 var reflektert i innsidelisten. Finanstilsynet understreket viktigheten av å oppdatere innsidelistene umiddelbart i henhold til MAR artikkel 18 nr. 4 og ba om en redegjørelse for hvordan endringene i innsidestatus for Foretakets meglere ble håndtert i den aktuelle innsidelisten.

Finanstilsynet bemerket i Rapporten også at det for to personer oppført på listen mangler fødselsdato, fødselsnummer, telefonnummer og adresse. For en av personene så det også ut til å ha skjedd en feil ved angivelsen av tidspunktet for når vedkommende fikk innsideinformasjon.

På bakgrunn av manglene beskrevet over, var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke har sørget for å føre innsidelister i tråd med kravene i MAR artikkel 18 og at innsidelisten ikke er utarbeidet i henhold til kravene i MAR artikkel 18 nr. 3 og innsideliste-malen (*Template 1*) i Kommisjonsforordning (EU) 2016/347 Annex I.

³ <https://newsweb.oslobors.no/message/567050>

4.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at Foretakets manuelle mal for føring av innsiderlister ikke inneholdt felter for å ta ansatte ut og inn igjen, slik at endringene i innsidestatus for meglerne ikke ble reflektert. Foretaket skriver videre at det heller ikke ble laget en ny innsideliste i august. Vedrørende den konkrete ansatte som Finanstilsynet ba om en nærmere redegjørelse for, forklarer Foretaket at vedkommende ble satt i innsideposisjon på et tidligere tidspunkt enn det som var reflektert i innsidelisten. Når det gjelder manglende personlig informasjon, skriver Foretaket at dette er informasjon som er lett tilgjengelig, men som ikke var inntatt i innsidelisten.

Foretaket erkjenner i Tilsvaret at det er enkelte feil ved innsidelisten i Borr-emisjonen. Foretaket påpeker i forlengelsen av dette at risikoen for slike feil nå er redusert gjennom oppdaterte rutiner, bruk av et elektronisk system for føring av innsiderlister og opplæring av ansatte.

4.4 Finanstilsynets konklusjon

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i emisjonsprosessen i Borr ikke har sørget for å føre innsiderlister i tråd med gjeldende krav, jf. MAR artikkel 18. Finanstilsynet understreker viktigheten av å føre korrekte innsiderlister som inneholder påkrevet informasjon ettersom dette er avgjørende for videre undersøkelser av mulig innsidehandel, og finner det kritikkverdig at Foretaket ikke har sørget for dette.

5. LYDOPPTAKSPLIKT

5.1 Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 9-16 (1) nr. 1 at verdipapirforetak skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer som skal sikre at foretaket etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter. Videre følger det av vphl. § 9-16 (1) nr. 8 at verdipapirforetak skal sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester, herunder alle utførte transaksjoner, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt. Denne dokumentasjonen skal oppbevares i minst fem år.

Dokumentasjonen etter vphl. § 9-16 (1) nr. 8 skal i henhold til vphl. § 9-17 (1) omfatte opptak av alle telefonsamtaler og lagring av all elektronisk kommunikasjon i tilknytning til at det ytes investeringstjenester som nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 1-7. 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) siste setning.

Dersom samtaler eller kommunikasjon som nevnt i vphl. § 9-17 (1) ikke gjennomføres via telefon eller elektronisk, skal dette dokumenteres i et varig medium. Slike samtaler fra personlige møter skal registreres i skriftlige protokoller eller notater jf. vphl. § 9-17 (4).

5.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Som tidligere beskrevet i kapittel 2.3, så ikke Foretaket ut til å ha gjort opptak av verken telefonsamtaler med Utstederne eller Teams-samtaler/møter det er innkalt til via e-post eller som det er referert til i øvrig korrespondanse, herunder innledende møter, løpende samtaler eller styremøter i Utstederne hvor endelig allokering fastsettes etter råd fra tilretteleggerne i etterkant av gjennomført

bookbuilding. Finanstilsynet kunne heller ikke se at Foretaket har oversendt dokumentasjon, i form av skriftlige protokoller eller notater, fra slike samtaler i henhold til vphl. § 9-17 (4).

Foretaket har opplyst at det gjennom 2022 og 2023 har pågått arbeid med oppdatering av rutiner og implementering av nye systemer for Investment Banking (IB), herunder opptak av telefon for ansatte og opptak av Teams. Foretaket har videre opplyst at det fra august 2022 implementerte opptak av telefoner til ansatte på IB som følge av Finanstilsynets rapporter fra Euronext Growth-tilsynet i 2022, og at det frem til dette hadde fulgt Verdipapirforetakenes Forenings (VPPF) bransjeanbefaling.

Finanstilsynet har imidlertid som nevnt ikke mottatt lydopptak av samtaler eller kopi av elektronisk kommunikasjon mellom Foretaket og Utstederne i noen av de aktuelle emisjonsprosessene. Etter samtaler med Foretaket, la Finanstilsynet til grunn at Foretaket ikke har denne dokumentasjonen. Foretakets opplysning om at lydopptak av telefoner i IB-avdelingen har vært på plass siden august 2022 så dermed ikke ut til å være korrekt. Finanstilsynet har heller ikke mottatt skriftlige møtereferater eller møteprotokoller for de tilfellene det er avholdt fysiske møter mellom representanter fra Foretaket og ledelsen i Utstederne.

Finanstilsynet viste i Rapporten til VPPF sin anbefaling nr. 11 (Lydopptaksplikt) punkt 4.5 om lydopptaksplikt for Investment Banking/Corporate Finance, herunder i relasjon til plasseringer og rådgivning, datert 2. mars 2022. Foretaket hadde oversendt oppdaterte rutiner for lydopptaksplikt datert 3. februar 2023 (nesten ett år etter VPPFs anbefaling), som hensyntar den nye anbefalingen. Finanstilsynet stilte spørsmål ved hvorfor det tok så lang tid for Foretaket å få på plass nye rutiner.

Finanstilsynet tok opp i Rapporten at deler av kommunikasjonen med utstederkunden og ulike investorkunder har skjedd via WhatsApp. Kommunikasjonen lagres ikke av Foretaket, og korrespondansen er dermed ikke etterprøvable, verken for Finanstilsynet eller Foretakets compliancefunksjon. Finanstilsynet understreket at dette også utgjør et brudd på Foretakets interne rutiner. Foretaket opplyste at det har vært i kontakt med sin leverandør om opptak av WhatsApp og har startet en utredning av dette. Finanstilsynet skrev i Rapporten at det finner forholdet kritikkverdig, og anser det som skjerpene at Foretaket tilsynelatende har vært kjent med dette uten å få på plass opptaksfunksjon av appen på et tidligere tidspunkt. Finanstilsynet bemerket at det forventer at forholdet bringes i orden uten ugrunnet opphold.

Det var etter dette Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har sørget for opptak av telefonsamtaler eller Teams-samtaler/møter mellom ansatte i Foretaket og Utstederne i de utvalgte emisjonsprosessene, og dermed ikke har overholdt sine plikter til å dokumentere ytelsen av investeringstjenester i henhold til vphl. § 9-16 (1) nr. 8, jf. § 9-17 (1). Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket har brutt sin plikt til å føre skriftlige protokoller eller notater fra personlige møter med representanter fra Utstederne i de aktuelle tilfellene, jf. vphl. § 9-17 (4).

Finanstilsynet varslet i Rapporten at det ville vurdere å gi Foretaket et pålegg om retting knyttet til implementering av dokumentasjonsplikten i henhold til kravene i vphl. § 9-16 (1) nr.8, jf. §§ 9-17 (1) og 9-17 (4).

5.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket beskriver i Tilsvaret flere ulike forhold og faktorer som i visse tilfeller har medført feil og mangler knyttet til opptak og lagring av telefonsamtaler, Teams-samtaler/møter, og WhatsApp. I

tillegg erkjenner Foretaket at det ikke har ført referat fra møter med kundene i relasjon til de utvalgte emisjonsprosessene. Foretaket har nå etablert en rutine som fastsetter at referater fra alle møter med kunder skal lagres i Foretakets CRM-system. Foretaket presiserer også at det er gjort full kontroll av opptaksfunksjonen til Foretaket og at det er implementert rutiner for jevnlig kontroll for å påse at opptak gjøres av alle relevante ansatte. Når det gjelder bruken av WhatsApp, presiserer Foretaket blant annet at det i henhold til deres interne rutiner er forbudt å benytte appen inntil Foretaket får på plass en permanent og tilfredsstillende opptaksfunksjon av denne kommunikasjonsplattformen.

Foretaket har tidligere opplyst at opptak av alle ansatte på IB ble implementert i august 2022. I Rapporten stilte Finanstilsynet derfor spørsmål ved hvorfor det tok så lang tid for Foretaket å få på plass nye rutiner om opptak av ansatte på IB. Foretaket forklarer at dette hadde sammenheng med at compliance antok at opptak av Teams ville komme på plass tidligere og derfor avvartet oppdatering av rutinene til første styremøte etter at opptak av Teams også kom på plass. Opptak av Teams for samtlige ansatte, inkludert ansatte på IB, startet i januar 2023, og ble behandlet på styremøte 3. februar 2023.

Videre har Foretaket i Tilsvaret beskrevet flere tiltak som er iverksatt for å sørge for opplæring av ansatte om dokumentasjon av elektronisk kommunikasjon og føring av møtereferater fra personlige møter. Foretaket anfører etter dette, på grunnlag av de tiltakene som er og/eller planlegges implementert, at det ikke lenger er grunnlag for pålegg om retting fra Finanstilsynet.

5.4 Finanstilsynets konklusjon

Et bærende hensyn bak bestemmelsen om opptak og lagring av telefonsamtaler og annen 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 oppfylder sine forpliktelser. Tilsvarende gjelder for Foretakets egen compliancefunksjon. Verdipapirforetak må derfor 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.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for opptak/lagring av telefonsamtaler, korrespondanse på WhatsApp eller Teams-samtaler/møter mellom ansatte i Foretaket og Utstederne i de utvalgte emisjonsprosessene, og dermed ikke har overholdt sine plikter til å dokumentere ytelsen av investeringstjenester i henhold til vphl. § 9-16 (1) nr. 8, jf. § 9-17 (1). Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har brutt sin plikt til å føre skriftlige protokoller eller notater fra personlige møter med representanter fra Utstederne i de aktuelle tilfellene, jf. vphl. § 9-17 (4).

Finanstilsynet varslet i Rapporten at det ville vurdere å gi Foretaket et pålegg om retting knyttet til implementering av dokumentasjonsplikten i henhold til kravene i vphl. § 9-16 (1) nr.8, jf. §§ 9-17 (1) og 9-17 (4). Foretaket har i Tilsvaret gitt redegjørelser og fremlagt dokumentasjon knyttet til Rapporten generelt og til det varslede pålegget om retting. Finanstilsynet registrerer at Foretaket har gjennomført og planlegger å iverksette flere nødvendige tiltak knyttet til dokumentasjon av sine investeringstjenester - inkludert oppdaterte rutiner - for å etterkomme Finanstilsynets kommentarer i Rapporten, og for å utbedre påpekte mangler. Finanstilsynet er kritisk til at Foretaket har brukt så lang tid på å få dette på plass, men anser etter dette ikke et vedtak om pålegg om retting nødvendig i denne saken.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Phillip Bjørnstad
rådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.