



Pareto Securities AS
Postboks 1411 Vika
0115 OSLO

VÅR REFERANSE
18/11535

DERES REFERANSE

DATO
06.03.2020

Tilsynsrapport

1 Innledning

Finanstilsynet gjennomførte et temabegrenset stedlig tilsyn med informasjonshåndtering og ordredokumentasjon i Pareto Securities AS (heretter omtalt som Foretaket) den 13. desember 2018.

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

Foretaket tilbyr tjenester innen strategisk/finansiell rådgivning, kapitalinnhenting, analyse, investeringsrådgivning og megling av egenkapital og fremmedkapitalprodukter. På tilsynstidspunktet hadde Foretaket med datterselskaper til sammen 536 ansatte, hvorav 232 i Norge. Foretaket hadde på tidspunktet for tilsynet hovedkontor i Oslo og filialer i Stavanger, Danmark, Frankrike og Tyskland, i tillegg til heleide datterselskaper i Sverige, Finland, Sveits, UK, USA, Singapore og Australia.

Foretaket mottok foreløpig rapport etter stedlig tilsyn (Rapporten) i brev av 26. november 2019, og har gitt sine kommentarer til denne i brev av 16. januar 2020 (Tilsvaret).

Lov- og forskriftshenvisninger i nærværende rapport er til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 75 med tilhørende forskrift som var gjeldende for tidsrommet tilsynet omfatter. Beskrivelsene i merknaden tar ikke hensyn til endret lov med tilhørende forskrift som følge av gjennomføringen av MiFID II, som trådte i kraft 1. januar 2019.

2 Tilbørlig informasjonshåndtering – meglersamtaler

2.1 Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 3-4 at den som har innsideinformasjon ikke må gi slike opplysninger til uvedkommende, og plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1). Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak påse at kundens interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte.

2.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Wall-crossing av kunder

Plikten til tilbørlig informasjonshåndtering og kravet til god forretningsskikk medfører at investorer som kontaktes av et verdipapirforetak i forbindelse med en markedssondering og/eller en bookbuilding, må gi sitt samtykke før innsideinformasjon meddeles disse (såkalt "wall-crossing"). Utgangspunktet er at verdipapirforetaket, før samtykke er gitt, må begrense seg til å gi opplysninger om at henvendelsen gjelder en markedssondering, tidspunktet når informasjonen er forventet å ikke lenger utgjøre innsideinformasjon, og om de forpliktelser som følger av å motta innsideinformasjon. Hvorvidt det kan gis opplysninger omkring oppdraget utover dette vil bero på en konkret vurdering, men det må utvises stor varsomhet ettersom det kan være vanskelig å ha oversikt over hvordan informasjon fra ulike kilder kan bli satt sammen til et mer presist bilde.

Foretakets corporatefunksjon utarbeider, i forbindelse med gjennomføring av markedssonderinger, et wall-crossing script for hvert enkelt prosjekt som meglernes skal følge. Finanstilsynet har gjennomgått wall-crossing script, meglersamtaler og elektronisk kommunikasjon for ti utvalgte corporateoppdrag gjennomført av Foretaket i årene 2017 og 2018. Finanstilsynet viste i Rapporten eksempler på at meglere gir kunden mer informasjon enn hva som fremgår av scriptet – nærmere bestemt opplysninger om kunden er aksjonær eller ikke i det aktuelle verdipapiret.

Meglernes prisveiledning

Finanstilsynet bemerket i Rapporten at det har kommet over flere tilfeller der meglere har gitt kunder informasjon om forventet rabatt og prisnivå, samt ordrebokens dekningsgrad, i forbindelse med pågående og offentlig kjente emisjoner. Kundene har fått noe ulik informasjon, men flere kunder har mottatt tilsynelatende presis informasjon om prisnivået tidlig i bookbuildingen. Finanstilsynet viste i Rapporten eksempler på dette, og kommenterte at det ikke synes å ha vært gitt noen informasjon til markedet om forventet prisnivå i de aktuelle transaksjonene på tidspunktene for samtalene. Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål ved grunnlaget for meglernes uttalelser i de aktuelle tilfellene, og ba Foretaket redegjøre for sine retningslinjer knyttet til hvilken informasjon som kan gis underveis i en plassering/bookbuilding, og på hvilken måte slik informasjon kan gis.

Finanstilsynets foreløpige vurdering

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket, ved sin opptreden i tilknytning til wall-crossing av kunder og prisveiledning i de fremhevede tilfellene, ikke har opptrådt i samsvar med lovens krav til tilbørlig informasjonshåndtering og god forretningsskikk.

2.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Wall-crossing av kunder

Foretaket bemerket at det fremgår av malen for wall-crossing skript at beskrivelsen av selskapet/transaksjonen skal være så generisk at det ikke kan identifiseres, og at de tilfellene Finanstilsynet har trukket frem i Rapporten – hvor megler gir kunden opplysninger om vedkommende er aksjonær i selskapet eller ikke – er i strid med Foretakets retningslinjer. Foretaket skrev at dette vil presiseres ytterligere internt overfor meglerne.

Meglernes prisveiledning

Foretaket redegjorde for sine interne retningslinjer på området, og presiserte at det i henhold til disse kun kan gis opplysninger om ordreboken i form av simultan melding til markedet, og aldri kun til enkelte aktører. Kunder som spør om status på og etterspørsel i ordreboken skal opplyses om at megler ikke har slik informasjon, og all kommunikasjon om dette skal være generell – meglere

skal aldri gi inntrykk av å ha slik informasjon. Foretaket påpekte at den enkelte megler ikke har noen løpende oversikt over status i ordreboken, at boken føres av ECM-avdelingen som sitter "bak veggen" og at det er ECM-avdelingen som sender ut syndikatmeldinger til markedet.

Foretaket presiserte videre at meglers kommentarer skal knyttes til offentlig kjente forhold eller være erfaringsbasert, og at meglerne – basert på blant annet selskapsspesifikke og markeds-spesifikke forhold, samt kunnskap om hvordan lignende transaksjoner har vært priset – vil vurdere og diskutere med kunden om den aktuelle transaksjonen fremstår som attraktiv. Foretaket bemerket at meglerne basert på slike betraktninger ofte vil ha en begrunnet oppfatning om hvilken rabatt en transaksjon typisk vil klarere på i markedet.

Foretaket presiserte at enkelte av utsagnene fra meglerne i Finanstilsynets eksempler er for absolutte, i den forstand at de kan oppfattes som at meglerne vet eller har klare holdepunkter for hvor prisen vil settes, og at dette ikke er tilfelle. Foretaket skrev at det er uheldig når meglere uttaler seg som om de har innsikt i ordreboken, eller slik at noen kan tro at de har fått ikke-offentlig informasjon om antatt tegningskurs.

Foretaket kommenterte avslutningsvis at det vil foreta en fornyet intern gjennomgang med meglerne av hva som kan sies om pris og interesse i en bookbuilding-prosess, og bemerket at *"Det er gjerne kundene som stiller spørsmål og forventer svar, men våre meglere må være tydelige på at veiledningen de gir er basert på egen gjetning og sammenlignbare transaksjoner – ikke innsyn i eller konkret kunnskap om boken og prisdannelsen"*.

2.4 Finanstilsynets konklusjon

Wall-crossing av kunder

Finanstilsynet er kritisk til at meglere i flere tilfeller ikke har fulgt det fastsatte wall-crossing scriptet, ved å opplyse om kunden er aksjonær eller ikke i det aktuelle selskapet det skal gis innsideinformasjon om før mottaker av informasjonen har godtatt å bli gjort til innsider. Investorene må, uavhengig av om de eier aksjen det er tale om fra før, gis den samme, begrensede informasjonen før de blir gjort til innsidere. I motsatt fall vil investorer direkte eller gjennom sine kontaktflater kunne sette sammen fragmenter til et mer meningsfylt hele. Finanstilsynet tar for øvrig Foretakets redegjørelse om ytterligere intern innskjerping til etterretning.

Meglernes prisveiledning

Informasjon om prisnivå og andre forhold ved ordreboken kan utgjøre innsideinformasjon. Uttalelser om forhold ved ordreboken i en pågående plassering, samt ulik informasjon til forskjellige kunder, vil kunne være til skade både for markedets integritet og øvrige kunders interesser. På bakgrunn av Foretakets redegjørelse legger Finanstilsynet til grunn at meglerbordet ikke hadde konkrete opplysninger om ordreboken i de omtalte tilfellene. Finanstilsynet er imidlertid kritisk til at Foretakets meglere i enkelte tilfeller har uttalt seg slik at det fremstår som om de gir presis ikke-offentlig informasjon om prisnivå i ordreboken i en pågående bookbuilding. Finanstilsynet tar for øvrig Foretakets redegjørelse om ytterligere intern innskjerping til etterretning.

Finanstilsynets konklusjon

Det er Finanstilsynets konklusjon at meglernes opplysninger til enkelte kunder i forbindelse med wall-crossing, om vedkommende er aksjonær, ikke har vært i samsvar med kravet til tilbørlig informasjonshåndtering, jf. vphl. § 3-4. Det er videre Finanstilsynets konklusjon at meglernes presentasjon i enkelte tilfeller av egne resonneringer om pris og interesse i ordreboken som om det var presis informasjon, ikke er i samsvar med kravet til god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1).

3 Føring av innsidelister

3.1 Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 3-5 (1) og (2) at utsteder av finansielle instrumenter skal sørge for at det føres en liste over personer som gis tilgang til innsideinformasjon. Dersom en person som gis tilgang til innsideinformasjon er en juridisk person, skal listen omfatte dennes ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen. Listen skal oppdateres fortløpende og inneholde opplysninger om identiteten til personene med tilgang til innsideinformasjonen, dato og klokkeslett personene fikk tilgang til slik informasjon, funksjonen til personene, årsaken til at personene er på listen og dato for nedtegning og endring av listen.

Plikten til å føre innsidelister påhviler utstederen av de finansielle instrumentene. Det er imidlertid ikke noe krav om at utstederselskapet selv må utføre denne oppgaven. Det kan etter omstendighetene være særlig naturlig å la selskapets profesjonelle rådgivere – som verdipapirforetak, advokat eller revisor – påta seg dette på vegne av utstederforetaket så langt det gjelder rådgivernes egen informasjonshåndtering. Det er imidlertid utstederforetaket som er ansvarlig for at plikten blir overholdt og at en fullstendig oversikt kan utleveres Finanstilsynet på forespørsel.

Utstederforetaket vil være ansvarlig for feil begått av deres medhjelpere i forbindelse med listeføring. Det følger av vphl. § 10-11 (1) at et verdipapirforetak som påtar seg å føre innsideliste på vegne av en kunde (i dette tilfellet et utstederforetak) også må følge de lovbestemte kravene til listeføring, for på den måten å ivareta kundens interesser.

Dertil kommer at Foretaket er underlagt kravet om at innsideinformasjon skal behandles forsvarlig, jf. vphl. § 3-4. Det fremgår av vphl. § 3-4 (2) at den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon.

3.2 Foretakets føring av innsidelister

Det fremgår av Foretakets rutine for håndtering av konfidensiell informasjon at for kunder som er forvaltningsselskaper underlagt tilsyn, og som har en "gatekeeper" som håndterer all wall-crossing, så skal Foretaket kun føre opp navnet på denne gatekeeper på sin innsideliste. Det fremgår videre at dersom gatekeeper deler innsideinformasjonen med andre ansatte hos kunden så er det kundens ansvar, og ikke Foretakets, å føre disse på innsideliste.

Finanstilsynets har som nevnt gjennomgått wall-crossing script, meglersamtaler og elektronisk kommunikasjon for ti utvalgte corporateoppdrag gjennomført av Foretaket i årene 2017 og 2018. Finanstilsynet har også gjennomgått Foretakets innsidelister for de samme oppdragene, og har oppdaget flere tilfeller der enkeltpersoner ansatt hos en kunde (juridisk person, typisk et forvaltningsselskap) er gitt innsideinformasjon av Foretaket, men ikke er ført opp på innsidelisten. I de fleste av disse tilfellene har Foretaket kun oppført én person (gatekeeper) på innsidelisten. Finanstilsynet viste i Rapporten til konkrete eksempler.

3.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Bakgrunnen for kravet i vphl. § 3-5 (1) om at ansatte mv. i en juridisk person som gis tilgang til innsideinformasjon skal omfattes av innsidelisten, er primært kontrollhensyn. Dersom kontroll-

myndighetene ikke enkelt kan danne seg en oversikt over hvem som har hatt tilgang til innsideinformasjon på et gitt tidspunkt, vil en kontroll kunne bli vesentlig vanskeligjort.

Utgangspunktet er som nevnt at det er utstederselskapet som må overholde kravene i vphl. § 3-5. Dersom utstederselskapet delegerer denne listeføringsoppgaven til profesjonelle rådgivere, så langt det gjelder rådgivernes egen informasjonshåndtering, følger det av vphl. § 10-11 (1) at disse må overholde kravene i vphl. § 3-5.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at for de tilfeller hvor Foretaket har påtatt seg denne oppgaven på vegne av et utstederforetak, så vil Foretakets beskrevne prosedyre – hvor det overfor forvaltningsselskaper underlagt tilsyn, og som har en "gatekeeper" som håndterer all wall-crossing, kun skal være nødvendig å føre opp navnet på denne gatekeeper på sin innsideliste – ikke være i samsvar med lovens krav til listeføring, siden listen da ikke omfatter den juridiske personens ansatte, tillitsvalgte, medhjelpere mv. som gis tilgang til informasjonen.

3.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket forklarte at *"Det som typisk skjer når kunder med «gatekeeper»-funksjon (portefølje-forvaltere mv) kontaktes i en markedssonderingsøvelse er at kunden på forhånd har gitt oss kontaktdetaljene til «gatekeeperfunksjonen» (gjerne complianceavdelingen) som vurderer om foretaket ønsker å bli gitt tilgang til innsideinformasjon. Dersom gatekeeperfunksjonen takker ja, vil gatekeeper typisk sette relevante personer i eget foretak i innsideposisjon, og gi beskjed til megler hos oss om at vedkommende kan ringe den aktuelle forvalteren. Slike foretak vil være under finansielt tilsyn og er underlagt tilsvarende plikter som Pareto, herunder plikt til å føre lister over sine ansatte som har mottatt innsideinformasjon".* Foretaket viste videre til sin mal som sendes til personer Foretaket har satt i innsideposisjon, hvor det blant annet fremgår: *"If you are an entity under government financial supervision we expect that you maintain your own list of insiders and you don't have to notify us about any further wall crossing".* Foretaket bemerket at det følgelig har *"subdelegert listeføringsplikten videre til et annet subjekt undergitt finansielt tilsyn, og at vi har ansett dette forsvarlig i lys av de tilsvarende plikter foretaket er underlagt".*

3.5 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse til etterretning. Som nevnt påhviler listeføringsplikten etter gjeldende regelverk utstederforetaket. Dersom et verdipapirforetak påtar seg å føre innsideliste på vegne av et utstederforetak, så langt det gjelder egen informasjonshåndtering, må også verdipapirforetaket følge de lovbestemte kravene til listeføring, for på den måten å ivareta kundens (utstederforetakets) interesser. Foretaket demonstrerer med sin redegjørelse et bevisst og gjennomtenkt opplegg for subdelegering av listeføringsplikten til forvaltningsselskaper underlagt tilsyn (så langt det gjelder forvaltningsselskapets egen informasjonshåndtering). Finanstilsynet legger til grunn at utstederforetaket er kjent med og har akseptert dette. Det er, basert på Foretakets redegjørelse, Finanstilsynets konklusjon at lovens krav til listeføring og god forretningsskikk er ivaretatt i de aktuelle tilfellene.

4 God forretningsskikk – Inflatering av ordre

4.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, og skal som et overordnet prinsipp påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1).

4.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har ved gjennomgang av meglersamtaler og megleres elektroniske kommunikasjon merket seg flere tilfeller der meglere oppfordrer kunden til å inflatere ordren i en bookbuilding for å sikre ønsket tildeling. Finanstilsynet viste i Rapporten til to av de undersøkte corporateoppdragene hvor dette var spesielt fremtredende, og trakk frem tre konkrete eksempler på telefonsamtaler hvor dette var tema. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at foretaket i disse tilfellene har overtrådt lovens krav til god forretningsskikk.

4.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket viste til sin rutine for ordrebokinformasjon, hvor det blant annet fremgår at kunder aldri skal oppfordres til å inflatere ordre. Foretaket beskrev en rekke kriterier investorer normalt vurderer i forbindelse med sine ordre i en bookbuilding, og kommenterte at *"Investorer gjør gjerne sine egne analyser rundt alle slike kriterier, men vil som regel også diskutere med megler [...] Gitt at slike diskusjoner initieres av kunde er det etter vårt syn naturlig og forsvarlig at meglere basert på sin erfaring og offentlig tilgjengelig informasjon, er en sparringspartner for sine kunder [...] Våre meglere må likevel være tydelige på at synspunkter på forventet interesse er egne meninger basert på sammenlignbare transaksjoner [...] På direkte spørsmål fra kunden er det vår oppfatning at en megler, forutsatt at det fremkommer klart at det er tale om egne meninger basert på erfaringer, offentlig tilgjengelig informasjon og kundens egen historikk, må kunne uttale seg om forventet tildeling i en transaksjon"*.

Når det gjelder de tre eksemplene på samtaler Finanstilsynet viste til i Rapporten, så skrev Foretaket for det første tilfellet blant annet at *"Ser man kundedialogen i sin helhet deler vi ikke Finanstilsynets foreløpige vurdering om at dette er et eksempel på oppfordring til inflatering i strid med god forretningsskikk"*, for det andre tilfellet blant annet at det var *"megler som initierte dialogen om forventet tildeling. Dette er etter Paretos syn uheldig"*, og for det tredje tilfellet blant annet at *"Megler [...] argumenterte for at kunden burde ta en høy eksponering (uavhengig av tildelingsprosent). Dette er etter vårt syn forsvarlig, og noe annet enn en oppfordring til å inflatere"*.

Foretaket skrev avslutningsvis at *"Problemstillingen Finanstilsynet tar opp om inflatering av ordre innebærer vanskelige avveininger om hvordan man korrekt uttaler seg og besvarer spørsmål, og som gjennomgangen over viser er vi til dels enig i at meglere i enkelte tilfeller har uttrykt seg på en uheldig måte [...] I lys av eksemplene Finanstilsynet trekker frem vil vi ha en ny gjennomgang med meglerne hvor problemstillingen diskuteres, med sikte på å sikre bevissthet og for ytterligere å tydeliggjøre hvilke forventninger vi har til kundedialogen i en bookbuilding-prosess"*.

4.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet er ikke enig med Foretaket i at det for to av de aktuelle tilfellene omtalt i Rapporten ikke dreier seg om oppfordring til inflatering av ordre. I det første tilfellet gir megler kunden en klar anbefaling om å tegne for det dobbelte av det kunden faktisk ønsker. I det andre tilfellet går det klart frem at megler anbefaler kunden å forsøke å få en tildeling på x, og at kunden da bør tegne for det dobbelte av x.

Finanstilsynet finner det kritikkverdig at Foretaket har oppfordret kunder til å inflatere ordre. Finanstilsynet har i tidligere offentlige merknader etter stedlig tilsyn uttalt at et verdipapirforetaks medvirkning til inflatering av en kundes ordre, i den hensikt å øke kundens tildeling i en overtegnat emisjon på bekostning av øvrige deltagere i emisjonen, generelt vil være i strid med kravet til god

forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1). En slik fremgangsmåte må anses å være til skade både for markedets integritet og for øvrige kunders interesser. Finanstilsynet forventer at dette presiseres internt overfor aktuelle medarbeidere.

5 God forretningsskikk – Aksept av ordre i stengt bok

5.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, og skal som et overordnet prinsipp påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1).

5.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har i sin gjennomgang av meglersamtaler og elektronisk kommunikasjon, oppdaget tilfeller der Foretaket har invitert til og akseptert at kunder får legge inn ordre etter at boken er stengt. Finanstilsynet viste i Rapporten eksempler på telefonsamtaler hvor dette var tema. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at et verdipapirforetak som inviterer til, og aksepterer, ordre etter at boken er stengt – på bekostning av de øvrige deltagerne i transaksjonen som har lagt inn ordre innen angitt tidsfrist – generelt vil være i strid med lovens krav til god forretningsskikk. En slik fremgangsmåte må anses å være til skade både for markedets integritet og for øvrige kunders interesser.

5.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skrev at det som hovedregel ikke aksepterer tegninger etter tegningsperiodens utløp, og at unntak fra dette må være begrunnet i særskilte omstendigheter, eksempelvis instruksjon fra utstederselskapet. Foretaket bemerket også at det rent praktisk ikke er mulig for meglerne å legge inn ordre etter at boken er stengt.

Foretaket redegjorde videre for de eksemplene Finanstilsynet viste i Rapporten. Foretaket beskrev spesielle omstendigheter i enkelte tilfeller med instruksjon fra utstederselskap og enighet blant syndikatmedlemmene. Foretaket beskrev også enkelte tilfeller hvor megler har lovet mer enn han kan holde, og hvor ordre – dersom de hadde kommet – ville blitt avvist, og bemerket at det i disse tilfeller er uheldig en megler uttrykker seg på en slik måte og forespeiler en kunde at det er mulig å tegne seg selv om boken er stengt. Foretaket presiserte at det i sistnevnte tilfeller ikke er mottatt ordre etter at boken var stengt, og at det vil presiseres internt overfor meglerne at slike villedende utsagn ikke skal gis.

5.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse til etterretning.

6 Markedsovervåkningsfunksjonen

6.1 Rettslig grunnlag

Foretaket plikter å rapportere til Finanstilsynet dersom det foreligger rimelig grunn til mistanke om innsiddehandel eller markedsmanipulasjon i tilknytning til transaksjoner foretaket gjennomfører eller tilrettelegger, jf. vphl. § 3-11.

6.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Foretaket opplyste under det stedlige tilsynet at markedsovervåkningssystemet som ble benyttet på tidspunktet for tilsynet kun omfatter noterte aksjer, og at majoriteten av alarmer generert av systemet stammer fra kunders egen online handel. Foretaket opplyste samtidig at et nytt markedsovervåkningssystem etter planen skulle tas i bruk primo 2019.

Finanstilsynet viste i Rapporten til den kommende implementeringen av Europaparlamentets og rådets forordning (EU) nr. 596/2014 om markedsmisbruk (markedsmisbruksforordningen – MAR) i Norge blant annet vil stille nye og skjerpene krav til verdipapirforetakenes markedsovervåking og rapportering av mistenkelige ordre og transaksjoner. Blant annet fremgår det i Commission Delegated Regulation (EU) 2016/957 artikkel 2 (1) a, jf. MAR artikkel 16, at:

1. *Persons professionally arranging or executing transactions shall establish and maintain arrangements, systems and procedures that ensure:*
 - (a) *effective and ongoing monitoring, for the purposes of detecting and identifying orders and transactions that could constitute insider dealing, market manipulation or attempted insider dealing or market manipulation, of all orders received and transmitted and all transactions executed;*

Av artikkel 3 (1) a-c fremgår det at:

1. *The arrangements, systems and procedures referred to in Article 2(1) and (3) shall:*
 - (a) *allow for the analysis, individually and comparatively, of each and every transaction executed and order placed, modified, cancelled or rejected in the systems of the trading venue and, in the case of persons professionally arranging or executing transactions, also outside a trading venue;*
 - (b) *produce alerts indicating activities requiring further analysis for the purposes of detecting potential insider dealing or market manipulation or attempted insider dealing or market manipulation;*
 - (c) *cover the full range of trading activities undertaken by the persons concerned.*

Finanstilsynet stilte spørsmål om det nye markedsovervåkningssystemet også vil omfatte andre noterte instrumenter enn aksjer, og ba Foretaket om å redegjøre for sine forberedelser til implementering av markedsmisbruksforordningen på dette området.

6.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skrev at det nye systemet kun omfatter noterte aksjer. Foretaket kommenterte videre at de noterte obligasjonene Foretaket omsetter for det meste er relativt lite likvide, og at disse som kjent omsettes på en annen måte (såkalt prisdrevet handel) enn noterte aksjer (såkalt ordredrevet handel). Foretaket bemerket at det så langt ikke har funnet markedsovervåkningssystemer med automatisk genererte alarmer som på en hensiktsmessig måte kan bidra til å avdekke markedsmisbruk innenfor noterte obligasjoner, eller forsøk på dette, og skrev avslutningsvis at *"Foreløpig er følgelig vårt inntrykk at obligasjonsmarkedet best overvåkes gjennom manuell kontroll og at elektronisk overvåking ikke gir noen merverdi, men vi er markedsmisbruksforordningen bevisst og vil løpende være på jakt etter overvåkningssystemer som muliggjør meningsfylte automatiserte kontroller på området"*.

6.4 Finanstilsynets konklusjon

Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse til etterretning. Finanstilsynet minner om at markedsmissbruksforordningen innfører krav til verdipapirforetak om effektiv løpende overvåkning av alle noterte finansielle instrumenter foretaket omsetter – herunder aksjer, obligasjoner, derivater, fondsandeler, etc. – samt alle derivater med noterte finansielle instrumenter som underliggende.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
fung. seksjonssjef

Elise Ødegård
tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.