



Arctic Securities AS  
Postboks 1833 Vika  
0123 OSLO

VÅR REFERANSE  
20/12305

DERES REFERANSE

DATO  
14.04.2021

## Undersøkelse av egenhandler gjennomført av analytikere

### 1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført en undersøkelse i Arctic Securities AS (Foretaket), som primært dekket forhold knyttet til Foretakets analysedekninger og egenhandel gjennomført av ansatte i Foretakets analyseavdeling. Undersøkelsene ble iverksatt blant annet på bakgrunn av avisoppslag i oktober 2020.

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

I e-post av 23. oktober 2020 ble Foretaket varslet om at Finanstilsynet ville foreta nærmere undersøkelser av egenhandler gjennomført av ansatte i analyseavdelingen, og Finanstilsynet etterspurte diverse dokumentasjon og informasjon knyttet til dette.

Foretaket redegjorde for sitt syn på saken og oversendte etterspurt dokumentasjon i brev av 29. oktober 2020. Foretaket opplyser at det blant annet har gjort nærmere undersøkelser av egenhandler gjennomført av Foretakets analysesjef (Analysesjefen), særlig egenhandler i BW Offshore Limited (BWO), Quantafuel ASA (QFUEL) og BW Energy Limited (BWE). Det nærmere innholdet og utfallet av undersøkelsene er beskrevet i nevnte brev. Finanstilsynet etterspurte ytterligere dokumentasjon og stilte enkelte oppfølgingsspørsmål i e-poster datert henholdsvis 6. november og 25. november 2020. Foretaket besvarte disse henvendelsene i brev av 13. november 2020 og e-post av 26. november 2020 (Foretakets tilbakemeldinger er samlet betegnet Redegjørelsen).

På bakgrunn av Redegjørelsen fant Finanstilsynet grunn til å gjøre selvstendige undersøkelser av egenhandler foretatt av ansatte i Foretakets analyseavdeling, som beskrevet under punkt 3.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger fra undersøkelsene (Rapporten) i brev av 8. desember 2020, og har gitt sine kommentarer til denne i brev av henholdsvis 8. januar og 15. januar 2021 (samlet betegnet Tilsvaret). Etter mottak av Tilsvaret stilte Finanstilsynet ytterligere oppfølgingsspørsmål i e-post av 22. februar 2021 som ble besvart av Foretaket i e-post av 24. februar 2021.

Det er henvist til tidligere verdipapirhandellov med tilhørende forskrift for forhold som gjelder egenhandler og analysedekning som fant sted før ikrafttredelsesdato til gjeldende regelverk, se punkt 4 under om BWO.

## 2. Organisatoriske forhold

### 2.1 Kort om Foretakets analyseavdeling

Foretaket opplyste i Redegjørelsen at analyseavdelingen består av totalt 26 personer, hvor 23 er lokalisert i Oslo og 3 i Stockholm. Avdelingen ledes av Analysesjefen, som tiltrådte stillingen i august 2018. Alle ansatte i analyseavdelingen rapporterer etter det opplyste til Analysesjefen. Foretaket har opplyst at beslutning om hvilke utstederselskap Foretaket skal ta opp til analysedekning, formelt fattes av Analysesjefen.

Det er etter det opplyste innført tekniske og systemmessige informasjonssperre slik at ansatte utenfor analyseavdelingen ikke har innsyn i arbeidet i avdelingen. Analyseavdelingen har blant annet egne mapper på serveren, egne printere og tilgang til egne møterom. Det ble videre opplyst at ansatte i analyseavdelingen sitter i åpent landskap i større lokaler med avstand fra meglernes, slik at de ikke hører og ser hverandre.

Foretaket opplyste videre at det kun er de analytikerne som jobber med en analyse som blir gitt tilgang til denne i Foretakets analysesystem, og at andre ansatte i analyseavdelingen ikke vil kunne se hva som er under utarbeidelse og vil bli publisert. Foretaket presiserte at heller ikke Analysesjefen vil kunne se utkast til rapporter som ligger i Foretakets analysesystem, hvor han ikke er medforfatter.

I henhold til instruks nr. 57 "Instructions for the Head of Research" er Analysesjefen forpliktet til å:

- holde seg løpende informert om gjeldende juridiske og regulatoriske krav som er relevante for vedkommendes funksjon
- påse at analyseavdelingens virksomhet utføres i henhold til gjeldende regelverk og Foretakets interne instruksjer og rutiner
- påse at beslutninger fattet av Foretakets styre og generalforsamling gjennomføres

Det presiseres i instruksene at Analysesjefen skal bidra til å utvikle Foretakets analysevirksomhet, at han har ansvar for intern kontroll og for å implementere nødvendige kontrollmekanismer, samt at det påhviler Analysesjefen å rapportere brudd på eksternt og internt regelverk til Foretakets Chief Executive, Deputy Chief Executive og Compliance Officer. Instruksene fastsetter også at alle ansatte i analyseavdelingen rapporterer til Analysesjefen.

### 2.2 Kort om Foretakets system for klarering av egenhandel

Foretaket fremholdt i Redegjørelsen at all handel av verdipapirer med unntak av fondsandeler i henhold til Foretakets interne rutine skal forhåndsklareres av Foretakets kontrollfunksjon (compliance eller compliancefunksjonen), samt at det er tre måneders bindingstid ved kjøp av enkeltpapirer. Ved mottak av forespørsel om egenhandel sjekker compliance mot "watchlist", som viser oppdragene corporate finance-avdelingen har påtatt seg. Foretaket skriver videre at compliance også undersøker om "*øvrige vilkår*" for handel er oppfylt, slik som at bindingstiden er overholdt.

Foretaket påpekte at all handel for ansatte på den enkelte avdeling i tillegg klareres av den enkelte avdelingsleder.

Finanstilsynet bemerket i Rapporten at Foretaket ikke så ut til å ha et system for klarering av avdelingsledernes egenhandler, utover den standardiserte kontrollen som gjøres av compliance. Finanstilsynet konstaterte også i Rapporten at compliancefunksjonens standardiserte kontroll ikke inkluderer en sjekk opp mot Foretakets analysekalender (en oversikt hvor analytikerne ifølge Foretakets interne rutiner fortløpende skal registrere selskaper som Foretaket har analysedekning av), og at compliance ikke foretar en selvstendig vurdering av potensielle interessekonflikter knyttet til ansattes egenhandel.

### **3. Finanstilsynets undersøkelser**

Finanstilsynet har innhentet transaksjons- og beholdningsoversikter for perioden fra og med august 2018 til og med oktober 2020 for samtlige analytikere ansatt i Foretakets norske virksomhet, og som hadde et aktivt arbeidsforhold i Foretaket per 1. november 2020. Dette ble så vurdert opp mot mottatt oversikt over Foretakets publiserte analyser. Finanstilsynet har videre gjennomgått blant annet Foretakets interne instruksjoner, compliancerapporter, interne søknader om egenhandel og tilhørende klareringer fra Foretakets compliancefunksjon samt diverse intern kommunikasjon. Basert på disse undersøkelsene fant Finanstilsynet det nødvendig å særskilt kommentere Analysesjefens egenhandler i BWO, QFUEL, BWE og Aker Biomarine ASA (AKBM) i Rapporten. Særtrekk ved handelen i BWO, og den ansattes plikter i denne forbindelse, er omtalt i nærværende rapport punkt 4, og gjelder forhold regulert av tidligere vphl. Særtrekk ved handlene i QFUEL, BWE og AKBM, og den ansattes plikter i denne forbindelse, er omtalt i punkt 5, og gjelder forhold regulert av gjeldende vphl. Foretakets plikter i tilknytning til de aktuelle handlene er omtalt i punkt 7.

## **4. Egenhandel i og analysedekning av BWO**

### **4.1 Rettslig grunnlag knyttet til Foretakets ansatte**

Egenhandelen i og analysedekningen av BWO fant sted høsten 2018. De rettslige grunnlagene i dette punktet er følgelig utledet av tidligere vphl. Foretakets rettslige plikter, herunder krav til interne rutiner og kontrollordninger, er nærmere omtalt under punkt 7.2.

Tidligere vphl. kapittel 8 inneholdt regler for ansattes egenhandel. Tidligere vphl. § 8-3 (2) fastsetter at ansatte i verdipapirforetak som arbeider med eller på annen måte har kjennskap til innholdet av en analyse eller rapport, ikke kan handle for egen regning med finansielle instrumenter dersom den ansatte vet eller burde vite at verdipapirforetaket vil offentliggjøre en analyse eller rapport om utsteder av vedkommende instrument som vil kunne få innvirkning på kursen på instrumentet ved offentliggjøring. Forbudet gjelder fire uker før offentliggjøringen, og frem til offentliggjøring er skjedd.

Etter tidligere vphl. § 3-10 (1) skal den som utarbeider eller formidler informasjon som anbefaler eller foreslår en investering eller investeringsstrategi vedrørende finansielle instrumenter eller utstederne av slike, og som er ment for distribusjon eller allmennheten, utvise tilbørlig aktsomhet for å sikre at informasjonen som presenteres er korrekt og skal på en klar og tydelig måte opplyse om eventuelle egne interesser og interessekonflikter som knytter seg til instrumentene eller utstederne.

Videre fastsetter tidligere vpf. § 3-10 (1) at den som utarbeider en investeringsanbefaling, skal i anbefalingen tydelig opplyse om ethvert forhold som med rimelig grunn kan forventes å påvirke dens objektivitet. Det skal alltid gis opplysninger i samsvar med bestemmelsens første ledd dersom den som utarbeider investeringsanbefalingen, har en ikke-ubetydelig eierandel eller annen økonomisk interesse i ett eller flere av de finansielle instrumenter som anbefalingen gjelder, jf. tidligere vpf. § 3-10 (2) (a).

#### 4.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet la i Rapporten til grunn følgende faktum:

- Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen per e-post den 10. oktober 2018 ba Foretakets IT-avdeling om å bli oppført som analytiker for BWO.
- Det fremgår av transaksjonslogger at Analysesjefen, gjennom sitt heleide investeringsselskap, kjøpte totalt 2 200 aksjer i BWO den 20. november 2018, til kurs 44,60 per aksje. Samlet vederlag for aksjene utgjorde NOK 98 169. Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen den 20. november 2018 sendte søknad om forhåndsklarering for kjøp av aksjer i BWO for NOK 100 000, og at klarering ble gitt av compliance kort tid senere samme dag.
- Fremlagt mal som ble benyttet for søknad om egenhandel i 2018, viser at skjemaet ikke inneholdt spørsmål knyttet til hvorvidt søkeren var analytiker for det aktuelle selskapet søknaden gjelder. Malen viser imidlertid at den ansatte ved å signere på skjemaet blant annet bekrefter at vedkommende er kjent med at lovfastsatte og interne regler setter begrensninger for ansattes egenhandel, samt at handelen ikke utgjør brudd på noen relevante regler.
- Den 2. desember 2018 publiserte Foretaket en analyse av BWO, der Analysesjefen er angitt som "lead analyst". Det gis i analysen en kjøpsanbefaling med kursmål NOK 60. Sluttkurs fredag den 30. november 2018 på Oslo Børs var NOK 37,10. Analysen inneholder ingen opplysninger om Analysesjefens eierbeholdning i BWO.

Finanstilsynet trakk i Rapporten frem Foretakets forklaring i Redegjørelsen om at manglende informasjon i BWO-analysen om Analysesjefens eierbeholdning skyldes en forglemmelse. Foretaket påpekte at Analysesjefen, på det tidspunktet analysen ble publisert, kun hadde jobbet i Foretaket i kort tid, og at han fra sin tidligere stilling var vant til at eierbeholdninger ble oppdatert automatisk.

Finanstilsynet skrev videre at Analysesjefen, i kraft av det ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet stillingen medfører, skulle avstått fra å kjøpe aksjer i BWO den 20. november 2018, og at Analysesjefens kjøp av aksjer utgjør brudd på Foretakets interne rutiner. Finanstilsynet understreket at Analysesjefen, i henhold til Foretakets interne rutiner og sin stillingsinstruks, har et særlig ansvar for å påse at analyseavdelingens virksomhet drives i tråd med gjeldende regelverk, og for å ivareta internkontroll og iverksette nødvendige kontrollmekanismer. Finanstilsynet påpekte i tillegg betydningen av at samtlige ansatte i analyseavdelingen rapporterer til Analysesjefen.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten at Analysesjefen på handelstidspunktet den 20. november 2018 arbeidet med eller på annen måte må anses for å ha hatt kjennskap til innholdet i BWO-analysen og det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av analysen, og at analysen kunne få innvirkning på kursen på BWO-aksjen ved offentliggjøring. Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket skulle avventet fire uker, regnet fra kjøpstidspunktet den 20. november 2018, med å offentliggjøre analysen av BWO, jf. tidligere vphl. § 8-3 (2).

Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at det i alle tilfeller skulle vært opplyst om Analysejefens eierbeholdning i BWO i analysen datert 2. desember 2018, og at den manglende informasjonen i analysen er i strid med kravene til investeringsanbefalinger, jf. tidligere vphl. § 3-10 (1), jf. tidligere vpf. §§ 3-10 (1) og (2) (a).

Finanstilsynets foreløpige vurderinger knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.4.

### **4.3 Foretakets Tilsvar**

Foretaket har i Tilsvaret supplert Finanstilsynets beskrivelse av faktum med at Analysejefen sendte ut flere interne e-poster om BWO i august, september og oktober før han formelt ble registrert som analytiker 10. oktober. Foretaket skriver at Analysejefen på handelstidspunktet 20. november 2018 hadde påbegynt arbeidet med en kommende BWO-analyse, og at han følgelig ikke skulle kjøpt aksjer i BWO på det tidspunktet.

Foretaket skriver videre at Analysejefens aksjekjøp i BWO utgjør et brudd på Foretakets interne rutiner, som fastsetter at analytikere ikke kan handle i selskaper de dekker, og at det også var et brudd på tidligere vphl. § 3-10 ettersom informasjon om Analysejefens eierbeholdning ikke var nevnt i analysen av BWO datert 2. desember 2018.

Foretakets øvrige anførsler og kommentarer knyttet til håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.5.

### **4.4 Finanstilsynets konklusjon**

Finanstilsynet deler Foretakets oppfatning om at Analysejefen på handelstidspunktet den 20. november 2018 hadde påbegynt arbeidet med en analyse av BWO, og ikke skulle kjøpt aksjer i selskapet. Analysejefen sendte ut flere interne e-poster om BWO i august, september og oktober 2018, og ga den 10. oktober beskjed til IT-avdelingen om å bli registrert som analytiker for BWO. Det er Finanstilsynets endelige vurdering at Analysejefen på handelstidspunktet arbeidet med BWO-analysen og følgelig hadde kunnskap om innholdet av analysen og det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av den, samt at analysen ville kunne få innvirkning på kursen på BWO-aksjen ved offentliggjøring. På dette grunnlag er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket skulle forventet fire uker, regnet fra tidspunktet for aksjekjøpet den 20. november 2018, med å offentliggjøre analysen av BWO, jf. tidligere vphl. § 8-3 (2). Analysejefens aksjekjøp i BWO utgjør også brudd på Foretakets interne rutiner.

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at det i alle tilfeller skulle vært opplyst om Analysejefens eierbeholdning i BWO i analysen datert 2. desember 2018, og at den manglende informasjonen er i strid med kravene til investeringsanbefalinger, jf. tidligere vphl. § 3-10 (1), jf. tidligere vpf. §§ 3-10 (1) og (2) (a). Finanstilsynet finner det skjerpene at egenhandelen er foretatt av Foretakets Analysejef, som i kraft av sin stilling og i henhold til sin stillingsinstruks, har et særlig ansvar for å påse og bidra til at analyseavdelingens virksomhet utøves i samsvar med gjeldende regelverk, og for å ivareta internkontroll og implementere nødvendige kontrollmekanismer i analyseavdelingen.

Finanstilsynets endelige vurderinger og konklusjon knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.6.

## 5. Egenhandel i og analysedekning av QFUEL, BWE og AKBM

### 5.1 Rettslig utgangspunkt knyttet til Foretakets ansatte

Som følge av gjennomføringen av Europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) ble de særnorske bestemmelsene om ansattes egenhandel i tidligere vphl. kapittel 8 opphevet med virkning fra 1. januar 2019. Gjeldende verdipapirhandellov forutsetter blant annet at verdipapirforetak har interne rutiner og kontrollordninger for å ivareta interessekonflikter forbundet med ansattes egenhandel. Foretakets rettslige plikter, herunder krav til interne rutiner og kontrollordninger, er nærmere omtalt under punkt 7.2.

### 5.2 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

#### QFUEL

Finanstilsynet la i Rapporten til grunn følgende faktum:

- Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen per e-post 2. juli 2020 ba en underordnet analytiker (heretter Underordnet Analytiker) om å forberede analysedekning av QFUEL.
- Foretaket har fremlagt en Power Point presentasjon av QFUEL som etter det opplyste ble presentert av Underordnet Analytiker for Foretakets meglere 17. august 2020. Presentasjonen viste blant annet en mulig verdi per aksje opp mot NOK 148 (sluttkurs i QFUEL 17. august 2020 på Merkur Market var NOK 33).
- Fremlagt dokumentasjon viser intern e-postkorrespondanse datert 20. august 2020 hvor Analysesjefen blant annet kommer med konkrete innspill til hvordan kursmålet på QFUEL skal beregnes, og skriver at dette burde inkluderes i QFUEL-analysen.
- Det fremgår av transaksjonslogger at Analysesjefen, gjennom sitt heleide investeringsselskap, kjøpte totalt 10 700 aksjer i QFUEL i perioden 17. – 26. august 2020, til kurser mellom NOK 30,64 og NOK 37,40 per aksje. Samlet vederlag for aksjene utgjorde NOK 367 614. Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen søkte om forhåndsklarering av alle kjøpene, og at samtlige søknader ble klarert av compliance.
- Fremlagt mal som ble benyttet for søknad om egenhandel i 2020, viser at det blant annet skal angis hvorvidt vedkommende er "*an Arctic Research Analyst*" og hvorvidt vedkommende "*cover the company in relation to your trading request*". I neste setning presiseres det at "*An analyst cannot own financial instruments in the companies he/she analyses*". Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen i samtlige fire søknader om forhåndsklarering har angitt at han ikke er analytiker for QFUEL. Det ble heller ikke opplyst om at det var noen interessekonflikter knyttet til egenhandlene.
- Foretaket har opplyst at Analysesjefen og Underordnet Analytiker deltok i to møter med ledelsen i QFUEL 25. og 27. august 2020. Intensjonen med møtene var etter det opplyste å "*lære mer om selskapet, teknologien og markedet*".
- Den 3. september 2020 publiserte Foretaket en analyse av QFUEL, der Analysesjefen etter det opplyste var "*primary analyst*". Det gis i analysen en kjøpsanbefaling med kursmål NOK 125. Sluttkurs 3. september 2020 på Merkur Market var NOK 43,85. Analysen inneholdt opplysninger om Analysesjefens eierbeholdning i QFUEL.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at Analysesjefen, i kraft av det ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet stillingen medfører, skulle avstått fra å kjøpe aksjer i QFUEL i

perioden 17. august 2020 – 26. august 2020, og at Analysesjefens kjøp av aksjer utgjør brudd på Foretakets interne rutiner. Finanstilsynet understreket at Analysesjefen, i henhold til Foretakets interne rutiner og sin stillingsinstruks, har et særlig ansvar for å påse at analyseavdelingens virksomhet drives i tråd med eksternt og internt regelverk, og for å ivareta internkontroll og iverksette nødvendige kontrollmekanismer, samt at alle ansatte i analyseavdelingen rapporterer til Analysesjefen.

Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at Analysesjefen på handletidspunktene i perioden 17. – 26. august 2020 må anses å ha hatt kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av QFUEL-analysen og innholdet i analysen, at innholdet i analysen i denne perioden ikke var offentlig tilgjengelig eller ikke umiddelbart kunne utledes av opplysninger som var offentlig tilgjengelige, og at Analysesjefen også av denne grunn skulle avstått fra å kjøpe aksjer i QFUEL.

Finanstilsynets foreløpige vurderinger knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.4.

## **BWE**

Finanstilsynet la i Rapporten til grunn følgende faktum:

- I forbindelse med utfisjonering av BWE fra BWO, og den etterfølgende børsnoteringen av BWE i februar 2020, ble Foretaket etter det opplyste engasjert som co-manager 15. januar 2020 samtidig som Foretakets analyseavdeling ble bedt om å utarbeide en IPO-analyse av BWE, som ble publisert 19. januar 2020. IPO-analysen ble utarbeidet av ansvarlig analytiker for sektoren (Sektoranalytiker), med bistand fra Analysesjefen siden han hadde god kjennskap til BWO. IPO-analysen inneholdt, i tråd med markedspraksis, ikke kursmål eller anbefaling.
- Det fremgår av transaksjonslogger at Analysesjefen, gjennom sitt heleide investeringsselskap, kjøpte totalt 46 448 aksjer i BWE i perioden 28. februar – 3. april 2020, til kurser mellom NOK 8,20 og NOK 17,31. Samlet vederlag for aksjene utgjorde NOK 545 230. Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen søkte om forhåndsklarering av alle kjøpene, og at samtlige søknader ble klarert av compliance.
- Fremlagt mal som ble benyttet for søknad om egenhandel i 2020, viser at det blant annet skal angis hvorvidt vedkommende er "*an Arctic Research Analyst*" og hvorvidt vedkommende "*cover the company in relation to your trading request*". I neste setning presiseres det at "*An analyst cannot own financial instruments in the companies he/she analyses*". Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen i samtlige seks søknader om forhåndsklarering har angitt at han ikke er analytiker for BWE. Det ble heller ikke opplyst om at det var noen interessekonflikter knyttet til egenhandlene.
- Den 4. juni 2020 publiserte Foretaket en analyse av BWE, der Analysesjefen er angitt som medforfatter. Det gis i analysen en kjøpsanbefaling med kursmål NOK 42. Sluttkurs 4. juni 2020 på Oslo Børs var NOK 17,50. Analysen inneholdt opplysninger om Analysesjefens eierbeholdning i BWE.
- Fremlagt dokumentasjon viser også at Analysesjefen er angitt som medforfatter av en påfølgende kort BWE-oppdatering (såkalt flash) datert 26. august 2020 og en BWE-analyse datert 28. august 2020, begge med samme kursmål som i analysen fra 4. juni.
- Analysesjefen ba etter det opplyste om å bli fjernet som BWE-analytiker i Foretakets database 16. september 2020.

Analysesjefen var medforfatter av Foretakets IPO-analyse av BWE i januar 2020. Foretaket hevdet imidlertid i Redegjørelsen at Analysesjefen ikke var involvert i utarbeidelsen av, eller hadde kjennskap til innholdet i, BWE-analysen som ble publisert 4. juni 2020. Foretaket skrev samtidig også i Redegjørelsen at selv om IPO-analysen ikke oppfyller definisjonen av "investeringsanalyse" etter artikkel 36 i Kommisjonsforordningen, så er det kunstig å hevde at Analysesjefen ikke var analytiker for BWE, slik han selv opplyste i søknadene om forhåndsklarering, og at Analysesjefens handler i BWE er brudd med Foretakets interne rutine om at ansatte ikke kan eie finansielle instrumenter i selskap hvor man er analytiker.

Finanstilsynet viste i Rapporten til Foretakets opplysning om at det er praksis for at tilrettelegger etter utløp av den såkalte "black-out perioden" etter publisering av en IPO-analyse, følger opp med analysedekning av selskapet. Dette tilsa etter Finanstilsynets foreløpige vurdering at Analysesjefen på handelstidspunktene, med start en drøy måned etter at IPO-analysen av BWE ble publisert, visste at han sannsynligvis ville delta i utarbeidelsen av en oppfølgende analyse av BWE innen en gitt tid, og at han kjente til sannsynlig publiseringstidspunkt. Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at Analysesjefen, i kraft av det ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet stillingen medfører, skulle avstått fra å kjøpe aksjer i BWE i perioden 28. februar – 3. april 2020, og at Analysesjefens kjøp av aksjer utgjør brudd på Foretakets interne rutiner. Finanstilsynet påpekte at Analysesjefen, i henhold til Foretakets interne rutiner og sin stillingsinstruks, har et særlig ansvar for å påse at analyseavdelingens virksomhet drives i tråd med eksternt og internt regelverk, og for å ivareta internkontroll og iverksette nødvendige kontrollmekanismer, samt at samtlige ansatte i analyseavdelingen rapporterer til Analysesjefen.

Det var videre Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Analysesjefen på handelstidspunktene i perioden 28. februar – 3. april 2020 må anses å ha hatt kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av BWE-analysen, og at han også av denne grunn skulle avstått fra å kjøpe aksjer i BWE.

Finanstilsynets foreløpige vurderinger knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.4.

### **AKBM**

Finanstilsynet la i Rapporten til grunn følgende faktum:

- Det fremgår av transaksjonslogger at Analysesjefen, gjennom sitt heleide investeringsselskap, kjøpte 1 400 aksjer i AKBM den 16. juli 2020 til kurs NOK 101,50, og 1 100 aksjer i AKBM den 3. august 2020 til kurs NOK 91,52. Samlet vederlag for aksjene utgjorde NOK 242 770.
- Seks dager etter det andre kjøpet, den 9. august 2020, publiserte Foretaket sin første analyse av AKBM. Det gis i analysen en kjøpsanbefaling med kursmål NOK 185. Sluttkurs fredag 7. august 2020 på Merkur Market var NOK 89,75. To andre analytikere er angitt som forfattere.

Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål ved at Analysesjefen kjøpte aksjer i AKBM seks dager før to øvrige analytikere i Foretaket publiserte en svært positiv analyse av selskapet.



## 5.3 Foretakets Tilsvare

### QFUEL

Foretaket skriver i Tilsvaret at det "*i hovedsak*" er enig i Finanstilsynets oppfatning av faktum. Foretaket bekrefter at QFUEL-analysen ble forberedt fra starten av juli 2020. Foretaket fremholder at Analysesjefen ikke var tiltenkt en rolle som analytiker for QFUEL på tidspunktene aksjekjøpene fant sted, og at den endelige beslutningen om å utstede en analyse av QFUEL ble fattet først 31. august 2020 i et internt møte hvor åtte personer var innkalt (og følgelig etter at Analysesjefen handlet aksjer i selskapet i perioden 17. - 26. august 2020). Foretaket skriver videre at "*Når dette er sagt, var Analysesjefen i kraft av sin rolle som overordnet involvert i og fikk informasjon om de foreløpige vurderinger som var gjort av Quantafuel i august. Siden ansvaret for den endelige analysen var gitt til en junior-analytiker, var det videre sannsynlig at han ville bli involvert ved ferdigstilling av dokumentet. På denne bakgrunn skulle han for å unngå interessekonflikter ha unnlatt å kjøpe aksjer i Quantafuel*". Foretaket bemerker et annet sted i Tilsvaret at "*Styret deler Finanstilsynets oppfatning om at Analysesjefen, i kraft av det ansvaret og beslutningsmyndighet stillingen medfører, skulle avstått fra å kjøpe aksjer i Quantafuel*". Foretaket skriver i Tilsvaret at Analysesjefens aksjekjøp i QFUEL utgjør brudd på Foretakets interne rutiner, og at forholdet ble oppdaget av compliance i forbindelse med kontroll av ansattes handler to uker etter utgivelsen av QFUEL-analysen.

Foretakets øvrige anførsler og kommentarer knyttet til håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.5.

### BWE

Foretaket bestrider i Tilsvaret Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten om at Analysesjefen på handelstidspunktene i perioden 28. februar – 3. april 2020 var kjent med at han ville delta i utarbeidelsen av en oppfølgende analyse av BWE innen en gitt tid, og at han kjente til sannsynlig publiseringstidspunkt. Foretaket anfører at "*denne konklusjonen er basert på et annet faktum enn hva som er fremlagt i saken*". Foretaket skriver også at Analysesjefen heller ikke kjente til innholdet i analysen, og understreker at aksjene er kjøpt over to måneder før ny analyse av BWE med kursmål og anbefaling ble publisert 4. juni 2020. Foretaket fastholder at denne BWE-analysen er skrevet av en annen analytiker, at Analysesjefen ikke var involvert ved utarbeidelsen av analysen, og at han ikke så gjennom analysen før publisering. Foretaket konkluderer med at "*Det kan derfor heller ikke, ut fra tilgjengelig faktum, legges til grunn at han kjente publiseringstidspunktet eller innholdet i denne analysen. Det foreligger følgelig etter styrets syn ikke brudd på verdipapirhandelens regler*".

Foretaket gjentok i Tilsvaret sin kommentar fra Redegjørelsen om at IPO-analysen som ble publisert i januar 2020, formelt ikke oppfyller definisjonen av "investeringsanalyse" etter artikkel 36 i Kommisjonsforordningen, og at Analysesjefen har tolket rutinen dihten at den kun rammer investeringsanalyser som tilfredsstillende nevnte definisjon slik at Foretaket ikke hadde dekning av BWE til tross for at han hadde deltatt ved utarbeidelsen av IPO-analysen. Foretaket opprettholder at dette er en for snever forståelse, som heller ikke er i tråd med rutinens formål. Foretaket sier seg følgelig enig i Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten om at Analysesjefens egenhandler i BWE utgjør et brudd på Foretakets interne regler om egenhandler, som blant annet fastsetter at analytikere ikke kan eie aksjer i selskaper de analyserer.

Foretakets øvrige anførsler og kommentarer knyttet til håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.5.

### **AKBM**

Foretaket skriver i Tilsvaret at det var tilrettelegger for en emisjon i AKBM som ble sluttført 24. juni 2020. Selskapet ble notert på Merkur Market 6. juli 2020, og tilretteleggerens analytikere var underlagt "black-out periode" til og med 6. august 2020. Foretaket opplyser at Analysesjefens kjøp i AKBM var klarert av compliance, at Analysesjefen aldri har vært analytiker for selskapet, og at AKBM er utenfor sektoren Analysesjefen dekker.

Videre fremholder Foretaket at analysen er utarbeidet av to erfarne analytikere som selv avgjør når de skal utgi analyser og hvordan de følger opp selskapene. Foretaket opplyser at de to analytikerne har bekreftet at Analysesjefen ikke var involvert ved utarbeidelse av analysen, og at han heller ikke hadde innsyn i analysedokumentet. Foretaket har fremlagt intern kommunikasjon som viser at Analysesjefen den 2. juli 2020 ble informert om at det ville komme en analyse av AKBM i august, etter utløpet av "black-out perioden", men at Analysesjefen ikke fikk informasjon om kursmål eller anbefaling. Foretaket opplyser videre at Analysesjefen den 15. juli 2020 (dagen før hans første kjøp i AKBM) spurte den ene analytikeren om AKBM var et godt kjøp på 2-4 års horisont. Foretaket skriver i Tilsvaret at det er *"problematisk at Analysesjefen velger å handle etter å ha fått informasjon om at analyse vil bli utstedt og innhenter råd fra forfatterne av analysen. Etter styrets syn burde Analysesjefen for å unngå potensielle interessekonflikter avstått fra å handle i nevnte tilfelle"*.

## **5.4 Finanstilsynets konklusjon**

### **QFUEL**

Alle ansatte i analyseavdelingen rapporterer etter det opplyste til Analysesjefen, og Analysesjefen er etter det opplyste også den som formelt fatter beslutningen om hvilke selskaper det skal gis analysedekning av. Foretaket har i Tilsvaret erkjent at Analysesjefen ikke skulle ha kjøpt aksjer i QFUEL på grunn av det ansvaret og beslutningsmyndighet stillingen medfører. Fremlagt dokumentasjon viser at Analysesjefen ba Underordnet Analytiker om å forberede analysen av QFUEL i juli 2020. Hertil kommer, slik Foretaket også påpeker i Tilsvaret, at Analysesjefen i kraft av sin rolle som overordnet var involvert i og fikk informasjon om de foreløpige vurderingene som var gjort av QFUEL fra Underordnet Analytiker i august.

Foretaket anfører at den endelige beslutningen om å utstede en analyse av QFUEL ble fattet 31. august 2020. Finanstilsynet finner ikke å kunne legge avgjørende vekt på dette. Finanstilsynet viser til Analysesjefens stilling og den innsynsrett og beslutningskompetanse denne innebærer, samt fremlagt dokumentasjon om intern presentasjon i Foretaket av QFUEL 17. august (samme dag som Analysesjefen kjøpte de første aksjene i selskapet) og korrespondanse mellom Analysesjefen og Underordnet Analytiker datert 20. august 2020 (Analysesjefen kjøpte også aksjer i selskapet på denne datoen). Det vises også til at Analysesjefen og Underordnet Analytiker deltok i møter med ledelsen i QFUEL dagen før og dagen etter at Analysesjefen kjøpte de siste aksjene i selskapet, den 26. august 2020.

Det er på dette grunnlag Finanstilsynets endelige vurdering at Analysesjefen, i tillegg til å initiere analysedekningen av QFUEL, også har vært delaktig i forberedelsen av analysedekningen, at han uansett, på tidspunktene han kjøpte aksjer i QFUEL i perioden 17. – 26. august 2020, har hatt

kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av QFUEL-analysen og innholdet i den, og at innholdet i analysen i denne perioden ikke var offentlig tilgjengelig eller ikke umiddelbart kunne utledes av opplysninger som var offentlig tilgjengelige.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Analysesjefen skulle avstått fra å kjøpe aksjer i QFUEL på de aktuelle tidspunktene, både i kraft av det generelle ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet stillingen medfører, og i kraft av den spesifikke kunnskapen han hadde knyttet til QFUEL-analysen. Analysesjefens kjøp av nevnte aksjer utgjør brudd på Foretakets interne rutiner.

Finanstilsynets endelige vurderinger og konklusjon knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.6.

## **BWE**

Foretaket skriver i Tilsvaret at Analysesjefen ikke var involvert i utarbeidelsen av, eller hadde til gjennomlesning, BWE-analysen som ble publisert 4. juni 2020, og at Analysesjefen ikke kjente til det sannsynlige publiseringstidspunktet for analysen. Foretaket skriver samtidig at Analysesjefen var analytiker på BWE i den perioden han kjøpte aksjer i selskapet, og at hans aksjekjøp av den grunn utgjør brudd på Foretakets interne rutine.

Foretaket anfører at Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten knyttet til Analysesjefens kunnskap om deltakelse i en oppfølgende BWE-analyse og om sannsynlig publiseringstidspunkt er basert på et annet faktum enn det som er fremlagt i saken. Det er uklart for Finanstilsynet hva Foretaket her sikter til. Foretaket har i Tilsvaret, så langt Finanstilsynet kan se, ikke bestridt eller tilbakevist det faktum Finanstilsynet la til grunn i Rapporten: i) at Analysesjefen bistod Sektoranalytiker i utarbeidelsen av IPO-analysen i januar 2020 på grunn av hans kjennskap til BWO (som utfisjonerte BWE); ii) at Analysesjefen i perioden 28. februar – 3. april 2020 kjøpte aksjer i BWE for totalt NOK 545 230; iii) at Analysesjefen er angitt som medforfatter av BWE-analysen datert 4. juni 2020 samt en påfølgende kort BWE-oppdatering datert 26. august 2020 og en BWE-analyse datert 28. august 2020; eller iv) at Analysesjefen ba om å bli fjernet som BWE-analytiker i Foretakets database 16. september 2020. Foretaket har heller ikke bestridt eller tilbakevist tidligere opplysninger gitt i Redegjørelsen om at det er praksis for at tilrettelegger etter utløp av den såkalte "black-out perioden" etter publisering av en IPO-analyse, følger opp med analysedekning av selskapet.

Alle ansatte i analyseavdelingen rapporterer etter det opplyste som nevnt til Analysesjefen, og Analysesjefen er etter det opplyste også den som formelt fatter beslutningen om hvilke selskaper det skal tas analysedekning av. Foretaket har i Tilsvaret som nevnt slått fast at Analysesjefen ikke skulle ha kjøpt aksjer i QFUEL på grunn av det ansvaret og beslutningsmyndighet stillingen medfører. Finanstilsynet kan ikke se at det samme ikke skal gjelde for andre selskaper Foretakets analyseavdeling dekker, herunder BWE. Analysesjefens innsynsrett og beslutningskompetanse følger av hans stilling som leder av analyseavdelingen, og ikke av rollen som analytiker med spesifikt sektor- og selskapsansvar. Hertil kommer at Analysesjefen i denne saken hadde arbeidet med og følgelig var godt kjent med den publiserte IPO-analysen på BWE samt den etablerte praksisen med å utarbeide en oppfølgende analyse etter "black-out perioden". Foretaket har ikke bestridt dette.

Det er på dette grunnlag Finanstilsynets endelige vurdering at Analysesjefen, på tidspunktene han kjøpte aksjer i BWE i perioden 28. februar – 3. april 2020, som et minimum har hatt kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av BWE-analysen. Det er Finanstilsynets konklusjon

at Analysesjefen skulle avstått fra å kjøpe aksjer i BWE på de aktuelle tidspunktene, både i kraft av det generelle ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet stillingen medfører, og i kraft av den spesifikke kunnskapen han hadde om det sannsynlige publiseringstidspunktet for BWE-analysen, og at Analysesjefens kjøp av nevnte aksjer utgjør brudd på Foretakets interne rutiner.

Finanstilsynets endelige vurderinger og konklusjon knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.6.

### **AKBM**

Alle ansatte i analyseavdelingen rapporterer etter det opplyste som nevnt til Analysesjefen, og Analysesjefen er etter det opplyste også den som formelt fatter beslutningen om hvilke selskaper det skal tas analysedekning av. Foretaket hevder i Tilsvaret at Analysesjefen ikke var involvert i utarbeidelsen av, eller hadde til gjennomlesning, AKBM-analysen som ble publisert 9. august 2020. Foretaket bekrefter imidlertid at Analysesjefen kjente til det sannsynlige publiseringstidspunktet for analysen, på de tidspunktene han kjøpte aksjer i AKBM.

Det er Finanstilsynets endelige vurdering at Analysesjefen, på tidspunktene han kjøpte aksjer i AKBM den 16. juli og 3. august 2020, som et minimum har hatt kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av AKBM-analysen. Det er Finanstilsynets konklusjon at Analysesjefen skulle avstått fra å kjøpe aksjer i AKBM på de aktuelle tidspunktene, både i kraft av det generelle ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet stillingen medfører, og i kraft av den spesifikke kunnskapen han hadde knyttet til AKBM-analysen, og at Analysesjefens kjøp av nevnte aksjer utgjør brudd på Foretakets interne rutiner.

Finanstilsynets endelige vurderinger og konklusjon knyttet til Foretakets håndtering av interessekonflikter og etterlevelse av god forretningsskikk er behandlet under punkt 7.6.

## **6. Egenhandler utført av øvrige analytikere**

Som nevnt innledningsvis, har Finanstilsynet også undersøkt egenhandler og eierposisjoner for Foretakets øvrige analytikere. Finanstilsynet har innhentet transaksjons- og aksjonærdata for perioden august 2018 - oktober 2020 for samtlige analytikere ansatt i Foretakets norske virksomhet per 1. november 2020, og vurdert dette opp mot mottatt oversikt over Foretakets publiserte analyser. Som Foretaket selv påpekte i Redegjørelsen, har også enkelte øvrige analytikere eid aksjer i selskaper de analyserer. Disse aksjene var i hovedsak anskaffet i forkant av at de aktuelle analytikerne startet i Foretaket, eller de er anskaffet i forbindelse med fisjoner eller utøvelse av tegningsretter. Det fremgår av opplysninger fra Foretaket og stikkprøver av tidligere analyserapporter at det er opplyst om de aktuelle eierbeholdningene i rapportene.

Foretaket har opplyst at analytikerne ikke lenger skal ha adgang til å eie verdipapirer i selskaper de selv analyserer eller som inngår i den sektoren de selv dekker, uansett når eller på hvilken måte aksjene er anskaffet, så lenge Foretaket har analysedekning på selskapet. Foretaket opplyser i Tilsvaret at de aktuelle ansatte har solgt sine posisjoner og at de ikke lenger innehar verdipapirer i de selskaper de selv analyserer. Finanstilsynet tar dette til etterretning.

## 7. Styring og kontroll

### 7.1 Innledning

Finanstilsynet har i det foregående behandlet Analysesjefens egenhandel og Foretakets analysedekning av henholdsvis BWO, QFUEL, BWE og AKBM. Som det fremgår av punkt 4.4 og 5.4, er det i relasjon til BWO og QFUEL Finanstilsynets konklusjon at Analysesjefen, på tidspunktene han kjøpte aksjer i selskapene, har hatt kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av analysene og innholdet i analysene, og at innholdet i analysene på tidspunktene han kjøpte aksjer ikke var offentlig tilgjengelig eller ikke umiddelbart kunne utledes av opplysninger som var offentlig tilgjengelige. Som det videre fremgår av punkt 5.4, er det i relasjon til BWE og AKBM Finanstilsynets konklusjon at Analysesjefen, på tidspunktene han kjøpte aksjer i selskapene, som et minimum har hatt kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av analysene.

### 7.2 Rettslig grunnlag knyttet til Foretaket

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). Tidligere vphl. inneholdt tilsvarende bestemmelser i §§ 10-11 og 10-10.

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. Tidligere vphl. inneholdt tilsvarende bestemmelser i § 9-11 (1) nr. 1, 2 og 6.

Tidligere vpf. § 9-28 (2) fastsatte at verdipapirforetak skal sørge for at tiltak fastsatt i henhold til § 9-24 gjennomføres overfor finansanalytikere som deltar i utarbeidelsen av investeringsanalysen samt andre tilknyttede personer med ansvarsområder eller forretningsinteresser som kan komme i konflikt med interessene til de personer investeringsanalysen formidles til. Tidligere vpf. § 9-28 (3) (a) fastsatte videre at verdipapirforetak skal ha rutiner og prosedyrer for å sikre at finansanalytikere og tilknyttede personer med kunnskap om 1) det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av investeringsanalysen, 2) innholdet av investeringsanalysen som ikke er tilgjengelig for kundene eller offentligheten, eller 3) innholdet av investeringsanalysen som ikke lett kan utledes av offentlig tilgjengelig informasjon, ikke kan handle for egen eller andres regning i finansielle instrumenter som omfattes av investeringsanalysen eller i ethvert avledet finansielt instrument, før mottakerne av investeringsanalysen har hatt en rimelig anledning til å handle på bakgrunn av den.

Verdipapirforetakenes krav til rutiner og prosedyrer ("arrangements") i forbindelse med utarbeidelse og distribusjon av investeringsanalyser i tidligere vpf. § 9-28 (2) og (3) (a) er videreført i delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565 (Kommisjonsforordningen), jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2. Kommisjonsforordningens 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"*

### **7.3 Foretakets instruks**

Foretakets gjeldende instruksamling for perioden egenhandlene i BWO fant sted, fastsetter i instruks nr. 60, "Instructions for analysts own trading", at *"Analysts cannot own financial instruments issued by companies that the relevant person covers"*. Instruksen fastsetter også at *"Analysts must not trade, even if any restricted period has expired, before at least one week has passed after such person's research report has been published"*. I tillegg fastsetter instruks nr. 58, "Instructions for the Research Department", at *"The requirements of § 3-10 of the Securities Trading Act and § 3-5 to § 3-15 of the Securities Regulation on investment recommendations must always be taken into account, and the business must always observe these requirements"*. Analysesjefen er angitt som ansvarlig for sistnevnte rutine.

Foretakets gjeldende instruksamling for periodene egenhandlene i QFUEL, BWE og AKBM fant sted, fastsetter i instruks nr. 18 "Instructions on employee trading for own account and ability to carry on a commercial business" at *"Both the employee him/herself and a person executing orders for an employee undertake to assess whether the trade may conflict with the Company duty to safeguard clients' interests pursuant to the regulations governing the best execution of client orders. (...) The employee or party executing the order must especially ensure that the good business practice provisions in the Securities Trading Act are also complied with"*. Videre fremgår det at *"Employees who are working on, or in some other way know the content of, research or a report may not trade in financial instruments for their own account if they know that the Company will publish research or a report on the issuer of the instrument in question that, when published, may affect the price of the instrument"*, samt at *"An analyst cannot own financial instruments in the companies he/she analyses"*. Tilsvarende bestemmelse fremgår også av Foretakets rutine "Routines and guidelines for the Research Department".

## 7.4 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet skrev i Rapporten at forholdene i denne saken vitner om at det foreligger svakheter og mangler ved Foretakets overordnede styrings- og kontrollordninger. Det var også Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket har svakheter i sin internkontroll, og at det ikke hadde tilfredsstillende kontrollmetoder for transaksjoner som gjennomføres av Foretakets ansatte på egne vegne. Finanstilsynet var blant annet kritisk til at Foretaket ikke har hatt et system for klarering av avdelingsledernes egenhandler, utover den standardiserte kontrollen som gjøres av compliance. Finanstilsynet var videre kritisk til at compliancefunksjonen godkjenner søknader om egenhandel fra analytikere uten å foreta kontroll mot Foretakets analysekalender, og uten å gjennomføre en selvstendig vurdering av potensielle interessekonflikter knyttet til ansattes egenhandel. Finanstilsynet var også kritisk til at compliancefunksjonen ikke på eget initiativ har stilt spørsmål ved enkelte av transaksjonene.

For tilfellene BWO og QFUEL, var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke har hatt rutiner og prosedyrer, eller ordninger ("arrangements"), for å forhindre Analysesjefens aksjekjøp på de aktuelle tidspunktene, at Foretaket ikke har sørget for å identifisere den potensielle interessekonflikten som disse aksjekjøpene medførte, og at Foretaket ikke har ivaretatt plikten til å påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte. Finanstilsynet stilte for disse tilfellene også spørsmål ved at Foretakets compliancefunksjon ikke har reagert på Analysesjefens aksjekjøp, verken på tidspunktet klarering ble gitt eller senere ved publisering av analysene. For tilfellet BWE, var det Finanstilsynets foreløpige konklusjon at Foretaket ikke har ivaretatt plikten til å påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte. For tilfellet AKBM stilte Finanstilsynet i Rapporten som nevnt spørsmål ved at Analysesjefen kjøpte aksjer i selskapet seks dager før to øvrige analytikere i Foretaket publiserte en svært positiv analyse av samme selskap.

Finanstilsynet har som nevnt gjort en bredere undersøkelse av Foretakets analytikers handelsaktivitet i perioden august 2018 – oktober 2020, og har i denne rapporten kommentert Analysesjefens aksjekjøp i de fire selskapene nevnt over. Som også Foretaket selv påpekte i Redegjørelsen, har Finanstilsynet registrert at Analysesjefen i flere andre tilfeller har handlet i forkant av publisering av analyser fra andre analytikere i Foretaket. Finanstilsynet trakk i Rapporten frem Foretakets anførsel i Redegjørelsen om at dette gjelder større, likvide børsnoterte selskaper som mange analytikere følger, og at det skal mye til for at Foretakets analyser skal ha noen innflytelse på kursbildet i disse selskapene. Foretaket påpekte i Redegjørelsen også at kjøps- eller salg anbefalingene ikke ble endret i noen av de aktuelle analysene, kun i noen tilfeller kursmålene. Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål ved Foretakets tilsynelatende praksis med at Analysesjefen står fritt til å kjøpe aksjer i selskaper i forkant av Foretakets publisering av analyser i de samme selskapene.

## 7.5 Foretakets Tilsvare

Foretaket presiserer innledningsvis i Tilsvaret at *"Det er styrets syn at de forhold som er påpekt av Finanstilsynet er feil begått av en enkelt ansatt og ikke et uttrykk for systematiske feil i foretaket"*. Foretaket understreker at *"Finanstilsynet ikke har funnet noen avvik knyttet til andre analytikere, hvilket er i tråd med Arctics egne konklusjoner. Arctic mener derfor at undersøkelsene tilsier at avvikene kun er knyttet til Analysesjefen, og at det vanskelig kan hevdes at de skyldes for eksempel manglende opplæring eller informasjon om retningslinjer, som også er sentrale deler av ansvaret til compliancefunksjonen"*. Det er Foretakets vurdering at hovedproblemet i denne saken er at den

ansatte ikke har fulgt de interne reglene i Foretaket, at han ikke har hatt tilstrekkelig bevissthet rundt håndtering av interessekonflikter som leder for analyseavdelingen, og at "De feil som har oppstått i [BWO, QFUEL og BWE] ville ha vært unngått dersom Analysesjefen hadde gitt dekkende informasjon [...] Ordningen for søknader om egenhandel er basert på at ansatte gir dekkende opplysninger, samt etterlever foretakets rutiner. Det er styrets oppfatning at Analysesjefen derfor skulle ha unnlatt å handle i eller være analytiker for nevnte selskaper".

Foretaket erkjenner i Tilsvaret at "forholdene vedrørende analysesjefen kunne ha vært oppdaget og stoppet av Compliance". Foretaket viser til at Analysesjefens aksjekjøp i QFUEL ble fulgt opp av compliance i ettertid, men konstaterer at "Foretakets systematiske kontroller har ikke vært rettet inn mot overtredelser som denne saken har avdekket. Dette skyldes at foretaket har ansett risikoen for slike brudd som begrenset [...] Ved utforming av kontrollene er det lagt til grunn at man har særlig tillit til at ledende ansatte gir dekkende informasjon ved søknad om egenhandel".

Foretaket forklarer i Tilsvaret at analysekalenderen ikke har vært ført slik den interne rutinen beskriver. Det føres kun en liste over selskaper som Foretaket har dekning av uten angivelse av tidspunktene for når de enkelte rapportene vil publiseres. Dette skyldes at de eksakte tidspunktene for utgivelse av analyse blir besluttet av senior-analytikere uten involvering av Analysesjefen, og at det i enkelte tilfeller kan bli gitt ut mange ad-hoc analyser i løpet av året, mens det for andre selskaper kun blir gitt ut et fåtall rapporter. Foretaket skriver at det derfor ikke er mulig å etablere en kalender med forhåndsfastsatte tidspunkter slik rutinen fastsetter, og vil derfor sørge for å oppdatere rutinen på dette punktet. Foretaket skriver videre: "Gitt denne ordningen er Compliance henvist til å spørre den ansvarlige analytikeren direkte for å få oversikt over hva som vil bli gitt ut av analyser innenfor deres dekningsunivers. For rapportene om BWO, BWE og Quantafuel hadde Compliance med dette systemet ingen annen mulighet til å kontrollere informasjonen fra Analysesjefen i søknadene om egenhandel hvor han oppga at han ikke var analytiker for de tre selskapene, så lenge det faktisk ikke var publisert noen analyser gjennom vårt analysesystem med vedkommende som angitt analytiker på tidspunktet for klarering".

Angående BWO skriver Foretaket i Tilsvaret at en etterkontroll med undersøkelse av hvem som har handlet fire uker før en analyse gis ut, kunne avdekket Analysesjefens aksjekjøp innenfor denne perioden. Foretaket bemerker at det "basert på erfaringene opp til dette tidspunktet [hadde] etablert forsvarlige kontroller hensyntatt den antatte risikoen for feil [...] Med de kontroller, prosedyrer, opplæring og stillingsnivå som var på plass i denne saken, ble risikoen for brudd ikke ansett å være høy. En hendelse av typen i nærværende sak vil like fullt åpenbart påvirke foretakets risikovurdering, og hva som bør prioriteres fremover. Styret deler derfor ikke Finanstilsynets foreløpige vurdering av at Arctic ikke har identifisert potensielle interessekonflikter mellom analytikeres aksjekjøp og analysedekning, jf. tidligere vphl. § 10-10 første ledd. Tvert imot er rutineverket som gjelder klarering etablert nettopp for å motvirke slike interessekonflikter. At en ansatt bryter disse rutinene gir ikke tilstrekkelig grunnlag for å anta at foretaket ikke er oppmerksom på, eller har håndtert, denne typen interessekonflikter. Styret er derved heller ikke enig i at foretaket har brutt tidligere vphl. § 10-11, første ledd".

Angående QFUEL, anfører Foretaket i Tilsvaret at "Compliance hadde ingen informasjon som tilsa at handelen burde ha vært stoppet da Analysesjefen søkte klarering i perioden 17. – 26. august 2020 [...] Compliance ble ved kontroll av ansattes handler oppmerksom på feilen som var skjedd to uker etter utgivelsen av analysen, og ba deretter Analysesjefen om å selge aksjene når bindingstiden var



utløpt". Foretaket skriver videre: "Syv timer før analysen ble publisert den 3. september 2020 kontaktet Analysesjefen compliance og opplyste at aksjene hans ikke var ført opp i disclaimeren. Compliance gjorde da Analysesjefen oppmerksom på at analytiker ikke kan eie aksjer i selskapet vedkommende analyserer. Analysesjefen svarte at han i utgangspunktet ikke skulle dekke selskapet, men kun skulle bistå den andre analytikeren". Foretaket bestrider at det er "grunnlag for å fastslå at Arctic ikke har opptrådt ærlig, redelig og profesjonelt, jf. vphl § 10-9, første ledd, på grunn av at én enkelt ansatt har brutt selskapets rutiner. Særlig gjelder dette hvor selskapets kontrollfunksjon faktisk har fanget opp og håndtert feilen i tråd med selskapets retningslinjer [...] Styret er derfor ikke enig i Finanstilsynets foreløpige konklusjon om at foretaket har brutt vphl. § 10-2 (1), se også vphl. § 9-16 (1) nr. 1, nr. 2 og nr. 6, samt vphl. § 10-9 (1)".

Angående BWE gjør Foretaket i Tilsvaret oppmerksom på at Analysesjefen var i kontakt med compliance i forbindelse med utforming og utstedelse av IPO-analysen av BWE seks uker før han kjøpte de første aksjene i selskapet, og at "Compliance fikk derved informasjon om at Analysesjefen var involvert som analytiker, men la senere til grunn at utfylling av søknadsskjemaet for egenhandel var fullstendig [...] Dersom compliancefunksjonen hadde sammenholdt tidligere mottatte opplysninger ved utstedelse av IPO analysen i medio januar med informasjon mottatt i skjemaet i slutten av februar, ville det gitt grunnlag for oppfølgingsspørsmål og avslag på søknad om klarering". Foretaket anfører videre at Analysesjefens handler i BWE i perioden 28. februar – 3. april 2020 ikke bryter med de tidligere egenhandelsreglene i verdipapirhandelloven som ble opphevet med virkning fra 1. januar 2019. I forlengelsen av dette hevder Foretaket at en handel som ikke strider mot en spesifikk regel, heller ikke kan anses å representere brudd på den rettslige standarden som ligger i kravet til god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-9 (1).

Angående AKBM skriver Foretaket i Tilsvaret som nevnt at det er "problematisk at Analysesjefen velger å handle etter å ha fått informasjon om at analyse vil bli utstedt og innhenter råd fra forfatterne av analysen. Etter styrets syn burde Analysesjefen for å unngå potensielle interessekonflikter avstått fra å handle i nevnte tilfelle".

Foretaket bemerker at denne type hendelser må håndteres som kilde til forbedringer, ved at Foretaket dels påser at det innrettes kontroller mot denne type brudd, og dels at Foretaket går kritisk gjennom alle prosessene for å avdekke om det foreligger tilsvarende risiko innenfor andre deler av virksomheten. Foretaket opplyser at egenhandelsregelverket er presisert overfor alle ansatte, og har i Tilsvaret også redegjort for en rekke tiltak som er iverksatt for at lignende hendelser ikke skal kunne skje igjen, herunder at analytikere i tillegg til ikke å kunne eie verdipapirer i selskaper de selv dekker, heller ikke kan eie i selskaper som inngår i en sektor de selv dekker, at leder for analyseavdelingen ikke kan eie verdipapirer i selskaper Foretaket dekker, at enhver søknad om egenhandel sjekkes mot tidspunkt for utgivelse av analyserapporter, at daglig leder i tillegg til compliance forhåndsklarer avdelingslederens egenhandler, og at compliance i tillegg å sjekke egenhandler i forkant av kursdrivende analyser også sjekker analytikerens egenhandler opp mot vedkommendes publisering av analyser. Foretaket har videre opplyst at det er i ferd med å styrke sin compliancefunksjon, samt at det har engasjert sin internrevisor for å foreta en vurdering av kontrollregimet for ansattes egenhandel.

## 7.6 Finanstilsynets endelige vurdering

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 vedkommende analytiker har utarbeidet, eller hvor vedkommende har kjennskap til innholdet i analysen eller sannsynlig tidspunkt for offentliggjøring, og manglende opplysninger om analytikers egeninteresser i utstederselskap som er gjenstand for analyse, er egnet til å svekke tilliten til Foretakets integritet spesielt, og markedets integritet generelt.

Foretaket presiserer flere steder i Tilsvaret at de avdekkede forholdene i denne saken kun involverer en enkelt ansatt. Foretaket mener at hovedproblemet i denne saken er at den ansatte ikke har fulgt Foretakets interne regler, og at han som leder av Foretakets analyseavdeling ikke har hatt tilstrekkelig bevissthet rundt håndtering av interessekonflikter. Foretaket erkjenner at Analysesjefens egenhandler kunne ha vært oppdaget og stoppet av Foretakets compliancefunksjon, men at compliancekontrollene ikke har vært direkte innrettet mot slike tilfeller. Foretaket anfører at de avdekkede feilene ville ha vært unngått dersom Analysesjefen hadde oppgitt korrekt informasjon i sine søknader om egenhandel, og at Foretaket har lagt til grunn en særlig tillit til ledende ansatte ved utformingen av compliancekontrollene.

Finanstilsynet understreker at lederes atferd som regel vil ha et større potensiale for å påvirke compliance- og forretningskulturen i et foretak, noe Foretaket selv også påpeker i Tilsvaret. Regelbrudd begått av ledere vil også medføre en økt risiko for at tilliten til foretaket og tilliten til markedet svekkes. Foretakets styre og ledelse, samt internkontroll- og compliancefunksjoner, må således utvise spesiell aktsomhet hva gjelder lederes etterlevelse av eksternt og internt regelverk. Dette gjenspeiles også i Analysesjefens stillingsinstruks, hvor det fastsettes at han blant annet har et særlig ansvar for å påse at analyseavdelingens virksomhet drives i samsvar med eksternt og internt regelverk.

Foretaket forklarer at analysekalenderen ikke har vært benyttet som forutsatt i Foretakets rutine. Dette gjorde at compliancefunksjonen ikke hadde mulighet til å kontrollere Analysesjefens opplysninger om egen analysedekning i de aktuelle søknadene om egenhandel når det ikke var registrert en analyse på det aktuelle selskapet i Foretakets analysesystem. Finanstilsynet kan ikke se at Foretaket med en slik prosedyre har sørget for tilstrekkelig kontroll av analytikernes egenhandel. Som gjennomgangen over viser, vil en analyse være påbegynt og under utarbeidelse en god stund før den formelt registreres i Foretakets analysesystem. Finanstilsynet legger til grunn at forhåndsklarering av analytikers egenhandler må inkludere å sjekke, utover Foretakets analysesystem, hvorvidt det faktisk arbeides med en analyse, hvem som er involvert i dette arbeidet og hvem som har vært involvert i tidligere IPO-analyser og ordinære analyser, samt hvor langt unna man er sannsynlig tidspunkt for ekstern publisering.

I tilfellet BWO har Foretaket forklart at Analysesjefen både sendte ut flere interne e-poster om BWO, og ble registrert som analytiker i BWO, før han kjøpte aksjer i selskapet. Foretaket skriver i Tilsvaret at Analysesjefen på tidspunktet for aksjekjøpet hadde påbegynt arbeidet med en kommende BWO-analyse, og at han følgelig ikke skulle kjøpt aksjer i BWO på det tidspunktet. I tilfellet QFUEL anfører Foretaket at compliance ikke hadde informasjon som tilsa at Analysesjefens handler ikke skulle ha vært forhåndsklarert i perioden han kjøpte aksjer. Den kronologiske beskrivelsen av faktum over viser imidlertid at det var flere dokumenterte hendelser før og under den aktuelle perioden som tilsa at Analysesjefens kjøp av aksjer i QFUEL ikke skulle vært godkjent. Foretaket skriver også i Tilsvaret

at Analysesjefen på kjøpstidspunktene var involvert i, og fikk informasjon om, de foreløpige vurderingene som var gjort i QFUEL, og at han ikke skulle kjøpt aksjer i selskapet i denne perioden. I begge disse tilfellene ville compliancefunksjonen, ved nærmere undersøkelser i forbindelse med forhåndsklarering, sannsynligvis ha avdekket disse omstendighetene.

I tilfellet QFUEL forklarer Foretaket at forholdet ble fanget opp av compliancefunksjonen to uker etter publisering av analysen i forbindelse med etterkontroll av ansattes handler, og at Analysesjefen da ble bedt om å selge aksjene ved bindingstidens utløp. Foretaket forklarer imidlertid også at compliancefunksjonen allerede den 3. september, før analysen av QFUEL ble publisert, ble kjent med at Analysesjefen var medforfatter av nevnte analyse, og at vedkommende eide aksjer i selskapet. Likevel gikk det som nevnt nesten tre uker før compliance fulgte opp forholdet. Finanstilsynet er kritisk til dette og understreker at compliancefunksjonen skal følge opp konkret informasjon om mulige rutine- eller regelverksbrudd umiddelbart og om nødvendig iverksette hensiktsmessige tiltak.

I tilfellet BWE har Foretaket i Tilsvaret konkludert med at Analysesjefen var analytiker på BWE, og at han ikke skulle kjøpt aksjer i selskapet. Foretaket opplyser at compliance var kjent med Analysesjefens bidrag i IPO-analysen på BWE, men at Analysesjefens opplysninger i søknadene om egenhandel allikevel ble lagt til grunn. Foretaket konkluderer selv med at compliance i dette tilfellet hadde tilstrekkelig grunnlag for å stille oppfølgingsspørsmål og avslå søknad om klarering. Finanstilsynet har også merket seg at Foretakets compliancefunksjon den 3. juni 2020 – dagen før publisering av BWE-analysen – ble gjort kjent med at Analysesjefen var medforfatter av analysen. Finanstilsynet kan likevel ikke se Analysesjefens kjøp av aksjer i BWE frem til primo april 2020 har blitt fulgt opp av Foretakets compliancefunksjon i forkant av presseoppslagene i oktober 2020. Finanstilsynet er kritisk til dette og understreker igjen at compliancefunksjonen skal følge opp konkret informasjon om mulige rutine- eller regelverksbrudd umiddelbart og om nødvendig iverksette hensiktsmessige tiltak. Finanstilsynet minner om Foretakets ansvar for å sørge for en effektiv compliancefunksjon med tilstrekkelige ressurser for å bidra til etterlevelse av gjeldende eksternt og internt regelverk.

I tilfellet AKBM har Foretaket opplyst at Analysesjefen på tidspunktet han kjøpte aksjer i selskapet kjente til at det ville komme en analyse av selskapet, og at han ikke skulle kjøpt disse aksjene. Også her ville nærmere undersøkelser i forbindelse med forhåndsklarering sannsynligvis avdekket hvem som kjente til den kommende analysen.

Finanstilsynet har registrert Foretakets instruksjoner knyttet til analytikers egenhandler, og at Foretakets risikobaserte kontrollopplegg også har omfattet kontroller av ansattes egenhandel. Finanstilsynet påpeker at Foretaket i sine instruksjoner bør presisere og klargjøre kriteriene og grensdragningene for når en analytiker anses å dekke et selskap. Videre har Finanstilsynet, som beskrevet over, påpekt behovet for ytterligere utbygging av Foretakets kontroller i forbindelse med forhåndsklarering av egenhandler, og uttrykt at kontrollfunksjonen skal følge opp konkret informasjon om mulige rutine- eller regelverksbrudd umiddelbart og om nødvendig iverksette hensiktsmessige tiltak.

### **Finanstilsynets konklusjon**

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for rutiner og prosedyrer, jf. tidligere vpf. § 9-28 (3) (a), eller ordninger ("arrangements"), jf. Kommisjonsforordningen artikkel 37 nr. 2 a), se nr. 1, jf. vpf. § 2-2, utformet for å sikre at finansanalytikere og tilknyttede personer med kunnskap om det sannsynlige tidspunktet eller innholdet av investeringsanalysen, som ikke er offentlig

tilgjengelig og som ikke lett kan utledes av offentlig tilgjengelig informasjon, ikke handler for egen eller andres regning i finansielle instrumenter som omfattes av investeringsanalysen før mottakerne av analysen har hatt rimelig mulighet til å handle ut fra denne.

Det videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har innrettet sin virksomhet på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom Foretaket og dets kunder eller Foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, og at det ikke har sørget for tilfredsstillende interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av Foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter, jf. tidligere vphl. § 9-11 (1) nr. 1, 2 og 6, og vphl. § 9-16 (1) nr. 1, 2 og 6. Det vises blant annet til at Foretakets compliancefunksjon ikke har foretatt effektive kontroller i tilknytning til forhåndsklarering av ansattes egenhandler, og at compliancefunksjonen ikke har fulgt opp konkret informasjon om mulige rutine- eller regelverksbrudd umiddelbart.

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for 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). Det vises til at Foretaket ikke har identifisert den interessekonflikten som ligger i at Analysesjefen fritt kan handle aksjer i selskaper hvor han selv ikke er analytiker, men som dekkes av analyseavdelingen.

Endelig er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har utøvet sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, jf. tidligere vphl. § 10-11, og ikke har etterlevd plikten til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt, og til å påse at kundenes beste interesse og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Det vises til at Foretakets Analysesjef, med det ansvaret, innsynet og beslutningsmyndighet hans stilling medfører, i flere tilfeller har kjøpt aksjer i et selskap nært inntil Foretakets publisering av en analyse av samme selskap, og hvor Analysesjefen selv har vært analytiker. Dette har vært egnet til å svekke tilliten til Foretaket spesielt og til markedet generelt.

Finanstilsynet påpeker at bestemmelsen om god forretningsskikk i vphl. § 10-9 er en selvstendig, rettslig standard hvis innhold kan endres over tid. Det er ikke korrekt, slik Foretaket anfører, at det må være konstatert brudd på andre bestemmelser i loven for at det skal være grunnlag for å konstatere brudd på bestemmelsen om god forretningsskikk.

Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket, etter at Finanstilsynet innledet sine undersøkelser, har gjennomført flere tiltak for å forhindre at det kan stilles spørsmål ved analytikernes integritet, samt at Foretaket er i ferd med å styrke sin compliancefunksjon. Finanstilsynet presiserer avslutningsvis også viktigheten av at Foretaket sørger for at samtlige ansatte, også på ledernivå, får tilstrekkelig og løpende informasjon om og opplæring i det til enhver tid gjeldende regelverk og retningslinjer på dette området, inkludert Foretakets interne retningslinjer og rutiner, slik at ytterligere brudd på regelverket unngås.

## **8. Oppsummering**

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.

Foretaket har i denne saken blant annet anført at de avdekkede forholdene kun involverer en enkelt ansatt, at hovedproblemet i saken er at den ansatte ikke har fulgt Foretakets interne regler, at de avdekkede forholdene ville ha vært unngått dersom den ansatte hadde oppgitt korrekt informasjon i søknadene om egenhandel. Videre har Foretaket lagt til grunn en særlig tillit til ledende ansatte ved utformingen av sitt kontrollregime.

Finanstilsynet er ikke enig i Foretakets anførsler, og understreker at lederes atferd som regel vil ha et større potensiale for å påvirke compliance- og forretningskulturen i et foretak, og at regelbrudd begått av ledere også vil medføre en økt risiko for at tilliten til foretaket og tilliten til markedet svekkes. Foretakets styre og ledelse, samt internkontroll- og compliancefunksjoner, må således utvise særlig aktsomhet hva gjelder lederes etterlevelse av eksternt og internt regelverk. Selv om tillit til ledere, enkeltmedarbeidere eller ulike virksomhetsområder vil kunne være relevante kriterier i et foretaks risikovurderinger, så kan slik tillit åpenbart ikke være et grunnlag for å unnlate å sørge for tilstrekkelig kontroll av foretakets virksomhet. Finanstilsynet forventer at compliancefunksjonen følger opp konkret informasjon om mulige rutine- eller regelverksbrudd umiddelbart og om nødvendig iverksetter hensiktsmessige tiltak.

Det er Finanstilsynets konklusjon i denne saken at Foretaket ikke har sørget for å ha på plass rutiner og prosedyrer for å sikre at finansanalytikere, med kunnskap om sannsynlig tidspunkt for offentliggjøring eller innholdet i en investeringsanalyse, ikke handler for egen eller andres regning i finansielle instrumenter som omfattes av investeringsanalysen før mottakere av analysen har hatt rimelig mulighet til å vurdere og handle ut fra innholdet.

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har innrettet sin virksomhet på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom Foretaket og dets kunder eller Foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Foretaket har ikke sørget for tilfredsstillende interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere og ansatte. Foretaket har heller ikke sørget for å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og hindre eller håndtere interessekonflikter mellom Foretaket og kundene og kundene imellom. Endelig er det Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har utøvet sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, og ikke har etterlevd plikten til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt, og til å påse at kundenes beste interesse og markedets integritet ivaretas på beste måte.

Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket, etter at Finanstilsynet innledet sine undersøkelser, har gjennomført flere tiltak for å forhindre at det kan stilles spørsmål ved analytikernes integritet, samt at Foretaket er i ferd med å styrke sin compliancefunksjon.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen  
seksjonssjef

Pernille Engelstad Hole  
seniorrådgiver

*Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.*