



Likelydende brev

VÅR REFERANSE
20/11359

DERES REFERANSE

DATO
29.06.2021

Undersøkelse av handler i obligasjoner

1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført undersøkelser av handler foretatt av en porteføljeforvalter (heretter omtalt som Forvalteren), både privat og på vegne av verdipapirfond vedkommende har forvaltet.

Finanstilsynet har bedt om redegjørelser fra fire verdipapirforetak/filialer (heretter samlet betegnet Verdipapirforetakene) for deres håndtering av Forvalterens handler privat parallelt med handler for fondet vedkommende forvaltet, herunder hvilke undersøkelser og tiltak Verdipapirforetakene har iverksatt, og hvilke vurderinger som ble gjort. Finanstilsynet har i denne forbindelse lyttet til telefonsamtaler og gjennomgått skriftlig kommunikasjon mellom Verdipapirforetakene og Forvalteren. Finanstilsynet har også etterspurt Verdipapirforetakenes vurdering av Forvalterens handelsmønster, samt Verdipapirforetakenes informasjonshåndtering i relasjon til de aktuelle emisjonene.

Finanstilsynet ba Verdipapirforetakene om deres kommentarer til Finanstilsynets foreløpige vurderinger i individuelle brev datert 22. desember 2020. Verdipapirforetakene ga sine kommentarer i brev datert henholdsvis 14. og 15. januar 2021.

Finanstilsynet har i tillegg undersøkt Forvalterens nåværende og tidligere arbeidsgiverforetaks håndtering av Forvalterens egenhandel. Forvalterens nåværende arbeidsgiver er også mottaker av dette brevet.

2. Rettslig utgangspunkt

Frem til 1. januar 2019 hadde verdipapirhandelloven (vphl.) et eget kapittel som inneholdt begrensninger i ansattes egenhandel. Det fulgte av tidligere § 2-7 (5) i verdipapirfondloven at bestemmelsene om egenhandel i vphl. også gjaldt for tillitsvalgte og ansatte i forvaltningsselskaper for verdipapirfond. Det fulgte blant annet av tidligere verdipapirhandellov § 8-2 (1) siste setning at finansielle instrumenter, med unntak av verdipapirfond, tidligst kunne avhendes 12 måneder etter ervervet. Etter § 8-3 (1) var det ikke tillatt å benytte verdipapirforetak som regelmessig yter investeringstjenester av vesentlig omfang overfor arbeidsgiver ved handel av finansielle instrumenter for egen regning. Videre fulgte det av tidligere forskrift til verdipapirhandelloven (vpf.) § 9-23 (1) at verdipapirforetak skal identifisere mulige interessekonflikter som kan oppstå i virksomheten og som kan være til ulempe for kunden.

I forbindelse med gjennomføringen av europaparlaments- og rådsdirektiv 2014/65/EU (MiFID II) i norsk rett ble de særnorske bestemmelsene om ansattes egenhandel opphevet med virkning fra 1. januar 2019. Gjeldende verdipapirhandellov¹ (og verdipapirfondlov § 2-11) forutsetter at verdipapirforetak har interne rutiner og kontrollordninger for å ivareta interessekonflikter og øvrige relevante hensyn forbundet med ansattes egenhandel. Ansattes egenhandel må nå vurderes i lys av foretakets interne retningslinjer og rutiner, og øvrige bestemmelser i vphl. med tilhørende forskrift. Særlig relevant i denne sammenheng er bestemmelsene om krav til organisering av virksomheten, interessekonflikter og god forretningsskikk.

Etter vphl. § 9-16 (1) nr. 1 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 lover og forskrifter. Det følger av vphl. § 9-16 (1) nr. 2 at 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. Tilsvarende bestemmelser fulgte tidligere av vphl. § 9-11.

Verdipapirforetak har videre plikt til å ha effektive kontroll- og sikkerhetsordninger for informasjonsbehandlingssystemer, gode administrasjons- og regnskapsrutiner, tilfredsstillende interne kontrollordninger og effektive prosedyrer for risikovurdering, samt stillingsinstruksjoner som særskilt regulerer ansvarsfordelingen mellom daglig leder og andre ledere av virksomheten jf. vphl § 9-16 (1) nr. 5.

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). Tilsvarende bestemmelser fulgte tidligere av vphl. §§ 10-11 og 10-10.

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. For definisjon av innsideinformasjon, se vphl. § 3-2.

Vphl. § 3-9 fastsetter videre et forbud mot å benytte urimelige forretningsmetoder ved handel i finansielle instrumenter.

¹ Med "gjeldende verdipapirhandellov" forstås verdipapirhandellov med tilhørende forskrift som var gjeldende på tidspunktet for Finanstilsynets undersøkelser med mindre noe annet uttrykkelig fremgår av teksten.

3. Finanstilsynets vurdering

Finanstilsynet har i individuelle forespørsler til Verdipapirforetakene vist til konkrete obligasjonsutstedelser der Forvalteren tegnet seg privat, parallelt med at vedkommende tegnet på vegne av verdipapirfondet vedkommende forvaltet på det aktuelle tidspunktet, og solgte seg ut igjen umiddelbart etter tildeling. Finanstilsynet har avdekket at Forvalteren har handlet slik i totalt 10 obligasjonsutstedelser i perioden fra august 2018 til november 2019.

Dette innebar brudd på bestemmelser i tidligere vphl. kapittel 8 om ansattes egenhandel. Det faktum at Forvalteren solgte samtlige private tildelinger før oppgjør innebar brudd på bestemmelsen om bindingstid, jf. tidligere vphl. § 8-2 (1). Forvalterens gjennomføring av private handler gjennom samme verdipapirforetak som vedkommendes arbeidsgiverforetak innebar også brudd på motpartsbegrensingen i tidligere vphl. § 8-3 (1). Forvalterens parallelle transaksjoner privat og for arbeidsgiver innebærer i tillegg brudd på bestemmelser i tidligere og gjeldende vphl. om håndtering av interessekonflikter og god forretningsskikk, jf. vphl. §§10-2 og 10-9, se tidligere vphl. §§ 10-10 og 10-11. Den iboende interessekonflikten som ligger i slike parallelle handler, fremstår etter Finanstilsynets oppfatning som åpenbar.

Etterlevelsen av internt og eksternt regelverk knyttet til egenhandel påhviler primært den ansatte og dens arbeidsgiver. Verdipapirforetaket har imidlertid også et ansvar for å sikre at foretaket, ledere, og ansatte etterlever sine forpliktelser etter lover, forskrifter og internt regelverk, blant annet etterlevelse av kravene til håndtering av interessekonflikter og god forretningsskikk.

Et sentralt element i undersøkelsene har vært hvorvidt tildelingen til Forvalteren privat har gått på bekostning av tildeling til fondet vedkommende forvaltet. Verdipapirforetakene viser til at de har allokeringssprinsipper som skal bidra til rettferdig fordeling på en transparent måte. Det vises blant annet til at langsiktige investorer ofte blir prioritert. Verdipapirforetakenes undersøkelser viser at Forvalteren har fått en relativt liten tildeling i emisjonene. Et av Verdipapirforetakene opplyser at tildelingen til fondet og Forvalteren har vært i ulike transjer. Det har vært overtegning i de fleste av de undersøkte emisjonene. Verdipapirforetakenes undersøkelser viser at for enkelte av de undersøkte emisjonene, har tildeling til Forvalteren privat ført til marginalt lavere tildeling for fondet og for andre tegnere. Effekten er imidlertid svært begrenset.

Enkelte av Verdipapirforetakene påpeker at kundenes egenhandelsbestemmelser kan være ulike og at det, særlig etter opphevelsen av egenhandelsreglene i tidligere vphl. kapittel 8, er vanskelig for verdipapirforetakets meglere å forholde seg til kundenes begrensninger.

Forvalterens handelsmønster har blitt fanget opp av enkelte av Verdipapirforetakene før Finanstilsynet iverksatte sine undersøkelser. Ett av Verdipapirforetakene konfronterte Forvalter med tematikken og påpekte at vedkommende måtte avklare forholdet til egenhandelsreglene og bemerket at det var uheldig å handle i samme verdipapirer som fondet vedkommende forvaltet. Forvalteren har etter dette ikke gjennomført ytterligere handler via det aktuelle Verdipapirforetaket.

Ett av Verdipapirforetakene opplyser at dets kontroller fanget opp handelsmønsteret og det ble bedt om bekreftelse fra Forvalteren på at det var i henhold til arbeidsgivers egenhandelsregler. Dette fremstår som et egnet tiltak, men synes ikke å ha hatt ønsket effekt, ettersom Forvalteren tilsynelatende hadde en annen oppfatning av regelverket. Det viser seg videre at Forvalteren ikke

hadde klarert handlene med egen arbeidsgiver. Verdipapirforetaket viser til at det må foreligge saklig grunn for at Verdipapirforetaket skal nekte å godkjenne ordre fra kunder, og at iverksettelse av ytterligere kontroller bør være trigget av en reell bekymring om at kundens ordre er i strid med vedkommendes egenhandelsbegrensninger. Finanstilsynet er enig i dette og bemerker at det i denne saken nettopp ser ut til å ha foreligget slik saklig grunn. Finanstilsynet understreker at verdipapirforetak i alle tilfeller må gjøre en selvstendig vurdering av hvorvidt det er sannsynlig at kundens adferd er innenfor lovverket.

Alle Verdipapirforetakene i undersøkelsen opplyser at det nå er iverksatt nye kontroller og/eller endrede kontrollrutiner som følge av forholdet beskrevet i det foregående, og at det er gjennomført opplæringsiltak for å forhindre liknende tilfeller.

Enkelte av Verdipapirforetakene i undersøkelsen viser til at Forvalteren er den eneste verdipapirfondsforvalteren de kjenner til som har handlet parallelt i samme papirer som fondet vedkommende forvalter, og viser til at dette kan være årsaken til at forholdet ikke har blitt fanget opp av verdipapirforetakets kontrollfunksjon. Det er også forhold som kan tyde på at det har vært gode relasjoner mellom Forvalter og enkelte obligasjonsmeglere, noe som kan ha medført velvillighet for handelsmønsteret. Etter Finanstilsynets oppfatning illustrerer dette viktigheten av opplæring i og fokus på håndtering av interessekonflikter og god forretningsskikk.

Handelsmønsteret i de nevnte transaksjonene innebar tilsynelatende at Forvalteren så etter kortsiktig gevinst i obligasjonsutstedelser der vedkommende forventet overtegning. Forvalteren ga umiddelbart etter tildeling ordre om salg, i første rekke av posten vedkommende hadde fått allokert privat og deretter, i flere tilfeller relativt raskt, av posten tildelt fondet. Finanstilsynet oppfatter det slik at det var viktig for Forvalteren at vedkommendes private post ikke skulle gå til oppgjør. Dette kommer til uttrykk ved at Forvalter ønsket å forsikre seg om at det var en "vei ut". Det er Finanstilsynets inntrykk at de aktuelle meglerne i Verdipapirforetakene var kjent med dette handelsmønsteret.

Forvalterens handelsmønster fremsto etter Finanstilsynets oppfatning som tilnærmet risikofri arbitrasjehandel som kunne føre til at andre kunder som fikk avkortet tildeling økte sin beholdning med å kjøpe andeler til en høyere pris i annenhåndsmarkedet fra en aktør hvis intensjon aldri var å eie obligasjonene. Dette medfører en interessekonflikt, og må håndteres i henhold til vphl. § 10-2. Dette fremsto også som adferd som kan være til skade for andre kunders interesser og markedets integritet, jf. vphl. § 10-9 (1). Finanstilsynet stilte videre spørsmål ved om det kan være i strid med forbudet mot urimelige forretningsmetoder, jf. vphl. § 3-9. Finanstilsynets inntrykk var at Forvalter benyttet sin stilling til å personlig oppnå en fordel i form av å berike seg selv økonomisk.

Verdipapirforetakene viser blant annet til at det ikke er uvanlig med såkalt "flipping av bonds" og at de ser utfordringene forbundet med dette. Samtidig vises det til at det skaper likviditet i obligasjonen etter utstedelsen. Det vises til at investorer som ønsker å selge umiddelbart etter tildeling vil bære en kursrisiko, selv om risikoen er mindre ved overtegning. Videre opplyses det om at langsiktige investorer prioriteres og at investorer som anses som kortsiktige ofte blir avkortet i tildelingen. Samtlige verdipapirforetak i undersøkelsen viser til at de har rutiner for tildeling i emisjoner som søker å minimere interessekonflikter.

Finanstilsynet ba som nevnt også om Verdipapirforetakenes vurdering av meglers og foretakets informasjonshåndtering i forbindelse med hver av de nevnte transaksjonene, særlig knyttet til

informasjon om tegningsinteresse formidlet til Forvalteren, jf. vphl. § 3-4, jf. vphl. § 3-2. Undersøkelsene til Verdipapirforetakene viser at informasjonshåndteringen i all hovedsak har vært i henholdt til rutiner og retningslinjer, og at det ikke er gitt informasjon til Forvalter utover det som er gitt i den offentlig tilgjengelige informasjonen.

Finanstilsynet er enig med Verdipapirforetakene i at såkalt "flipping" i seg selv ikke er mistenkelig adferd. I denne saken har imidlertid Forvalteren misbrukt sin stilling, med et gjentakende handelsmønster som fremstår som svært forutsigbart og systematisk. Det fremstår dessuten som åpenbart for Finanstilsynet at de aktuelle meglerne hadde kunnskap om praksisen med parallell handel og Forvalterens intensjon om å "flippe" den private posten umiddelbart etter tildeling, og dermed burde ha bidratt til å forhindre at Forvalteren handlet på denne måten.

Finanstilsynets presiserer at ansatte i verdipapirforetak må vise aktsomhet når det gjelder å gjennomføre handler i finansielle instrumenter for ansatte i andre verdipapirforetak eller forvaltningsselskaper. Verdipapirforetaket må vurdere transaksjonen opp mot den mulige interessekonflikten en slik handel kan medføre og om det kan anses som brudd på god forretningsskikk. Finanstilsynet forventer at verdipapirforetakene har hensiktsmessige interne rutiner og kontroller for å forhindre interessekonflikter og bidra til at kunden ikke begår lovbrudd. Finanstilsynet mener at de aktuelle meglerne i Verdipapirforetakene burde ha vurdert dette opp mot en mulig interessekonflikt og brakt problemstillingen videre til compliance. Det vises til foretakets plikt til å opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesser og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1).

Finanstilsynet tar for øvrig Verdipapirforetakenes tiltak til etterretning.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Leif Roar Johansen
senior tilsynsrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.