



Arctic Securities AS
Postboks 1833 Vika
0123 OSLO

VÅR REFERANSE
20/13689

DERES REFERANSE

DATO
11.11.2022

Tilsynsrapport

1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført tematisyn i Arctic Securities AS (Foretaket).

Tematisynet ble varslet i brev av 2. desember 2020, og var i utgangspunktet begrenset til forhold knyttet til informasjonshåndtering og ordredokumentasjon, samt egenhandel for ansatte i avdelingene Sales og Corporate Finance. I Finanstilsynets brev av 3. juni 2021 ble tematisynet utvidet til også å gjelde Foretakets rolle som Advisor i forbindelse med opptaksprosessen til handel på Merkur Market/Euronext Growth Oslo. Videre, i brev av 18. mars 2022, ble tematisynet ytterligere utvidet til også å omfatte Foretakets markedsovervåkingsfunksjon og systemer for markedsovervåking. Tematisynet knyttet til markedsovervåking vil omtales i en separat tilsynsrapport.

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 nr. 1 - 6.

Foretaket tilbyr tjenester innenfor finansiell rådgivning, kapitalinnhenting, analyse og megling av egenkapital- og fremmedkapitalprodukter. På tidspunktet for oppstart av tilsynet (januar 2021) hadde Foretaket etter det opplyste 158 ansatte ved hovedkontoret i Oslo, og var registrert med én tilknyttet agent i Norge (Arctic Capital AS). Foretaket hadde videre flere utenlandskontorer, herunder filialer i Sverige og Tyskland, og datterselskap i USA.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 19. september 2022 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 25. oktober 2022 (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. Det rettslige grunnlaget i punktene under tar følgelig ikke hensyn til endret lov som følge av gjennomføringen av Europaparlaments- og rådsforordning (EU) nr. 596/2014 om markedsmisbruk (heretter omtalt som Markedsmisbruksforordningen eller MAR), som ble gjennomført i norsk rett med virkning fra 1. mars 2021.

2. Dokumentasjon på lydopptak og annen kommunikasjon

2.1. Rettslig grunnlag

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

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

2.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har i forbindelse med tilsynet etterspurt og gjennomgått omfattende dokumentasjon knyttet til gjennomføringen av åtte utvalgte corporateprosjekter/transaksjoner. Finanstilsynets gjennomgang viste at det i enkelte tilfeller syntes å mangle dokumentasjon, herunder lydopptak, på markedssondering og wall-crossing av investorer. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at dette utgjør enkeltstående brudd på plikten til å dokumentere ytelse av investeringstjenester.

I forbindelse med den nevnte utvidelsen av tematilsynet til også å gjelde Foretakets rolle som Advisor i forbindelse med opptaksprosessen til handel på Euronext Growth Oslo (tidligere Merkur Market), har Finanstilsynet etterspurt all kommunikasjon knyttet til innledende diskusjoner, oppstart og gjennomføring av opptaks- og transaksjonsprosessen mellom Foretaket og tre utvalgte utstederforetak. Foretaket har oversendt svært begrenset dokumentasjon på slik kommunikasjon. Finanstilsynet bemerket i Rapporten at Foretakets oppdrag for to av utstederne, Aker Biomarine AS og Hynion AS, omfattet plassering av emisjoner, og at dette synes å ha vært et klart premiss relativt tidlig i de to prosessene. Finanstilsynet presiserte at plassering av finansielle instrumenter som kjent er definert som investeringstjenester, jf. vphl. § 2-1 (1) nr. 2, 6 og 7, og at Foretakets samtaler og elektronisk kommunikasjon i tilknytning til denne tjenesten følgelig omfattes av lydopptaks- og lagringsplikten. Som det fremgår av den aktuelle bestemmelsen i § 9-17 (1) så skal dokumentasjonen også omfatte samtaler og kommunikasjon som er *ment å føre til* at det ytes investeringstjenester. Finanstilsynet understreket at Foretaket dermed må være bevisst hva slags type oppdrag eller potensielt oppdrag man står overfor, og på hvilket tidspunkt kommunikasjon knyttet til oppdraget eller det potensielle oppdraget blir opptaks- og lagringspliktig. Dersom det er sannsynlig at oppdraget vil involvere ytelse av en eller flere investeringstjenester eller utøvelse av investeringsvirksomhet, må lydopptaks- og lagringskravet etterleves. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket over lengre perioder har brutt verdipapirhandellovens lydopptaks- og dokumentasjonskrav.

2.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Angående de påpekte enkeltstående bruddene på dokumentasjonsplikten i tilknytning til markedssondering og wall-crossing, skriver Foretaket i Tilsvaret at det tar til etterretning de funnene som er gjort og at *"De to aktuelle samtalene med investor har funnet sted mens megler var på reise i London (hvor det er påkrevd å ringe via en app) og manglende opptak av samtalene*

skyldes menneskelig svikt". Foretaket viser til sin instruks for markedssonderinger og til at det gis jevnlig interne påminnelser om appen som skal benyttes ved utenlandsreise. Foretaket understreker at det gjøres stikkprøver på dette.

Når det gjelder den påpekte manglende dokumentasjonen knyttet til kommunikasjon med utstederkunder, skriver Foretaket at det har *"fulgt VPPF's bransjeanbefaling nr. 11 – anbefaling om lydopptak av investeringstjenester over telefon og dokumentasjon av kommunikasjon gjennom andre elektroniske kommunikasjonskanaler. Denne anbefalingen ble endret i mars 2022 som følge av Finanstilsynets tilsynsrapporter i forbindelse med det gjennomførte tematisyn med handelsplassen Euronext Growth. Dette tilsynet medførte at bransjen hadde behov for å klargjøre at også samtaler som kunne lede frem til investeringstjenester måtte dokumenteres [...]"*. Foretaket opplyser at det siden mars 2022 tar opp *"mobilsamtaler på corporate-avdelingen. I tillegg er det implementert automatisk opptak av eksterne Microsoft teams-samtaler. Dette er gjennomført for ansatte på meglerbordene og corporate finance"*. Foretaket opplyser også at alle fasttelefoner på corporate-avdelingen er fjernet.

2.4. Finanstilsynets konklusjon

Et bærende hensyn bak bestemmelsen om opptak og lagring av telefonsamtaler og elektronisk kommunikasjon er at dokumentasjonen skal være tilstrekkelig til at Finanstilsynet effektivt kan utføre sine tilsynsoppgaver, og sette Finanstilsynet i stand til å påse at verdipapirforetaket oppfyller sine forpliktelser. Tilsvarende gjelder for Foretakets egen compliancefunksjon. Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket i ovennevnte tilfeller ikke har sørget for å dokumentere ytelsen av investeringstjenester, jf. vphl. §§ 9-16 (1) nr. 8 og 9-17 (1). Finanstilsynet forventer at verdipapirforetakene foretar selvstendige vurderinger av gjeldende regelverk. Finanstilsynet tar for øvrig Foretakets beskrevne tiltak til etterretning.

3. Opplysninger til kunder – Foretakets ansvar

3.1. Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandelovens krav til investorbekyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1).

I henhold til vphl. § 10-10 (1) og (2) skal verdipapirforetak påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende, og at kunder og potensielle kunder i god tid før det ytes investeringstjeneste eller tilknyttet tjeneste gis relevant informasjon om blant annet finansielle instrumenter, foreslåtte investeringsstrategier og alle kostnader og gebyrer i samsvar med nevnte bestemmelse. Det presiseres i vphl. § 10-10 (4) at informasjonen om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier skal omfatte hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumentene eller foreslåtte investeringsstrategiene, og informasjon om det finansielle instrumentet er tiltenkt ikke-profesjonelle eller profesjonelle kunder. Ved utformingen av informasjonen skal den identifiserte målgruppen av slutt kunder tas i betraktning, jf. vphl. § 10-9 (2).

Opplysningene skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en rimelig mulighet til å forstå arten av og risikoen forbundet med investeringstjenesten og de

finansielle instrumentene som tilbys, og på denne bakgrunn være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning, jf. vphl. § 10-10 (7).

Delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565 (Kommisjonsforordningen) presiserer blant annet at all informasjon til kunder og potensielle kunder skal være korrekt, godt synlig og forståelig for den gjennomsnittlige mottaker. Forordningens artikkel 44, jf. vpf. § 2-2, fastsetter blant annet at:

"1. Investment firms shall ensure that all information they address to, or disseminate in such a way that it is likely to be received by, retail or professional clients or potential retail or professional clients, including marketing communications, satisfies the conditions laid down in paragraphs 2 to 8.

2. Investment firm shall ensure that the information referred to in paragraph 1 complies with the following conditions:

[...]

b) the information is accurate and always gives a fair and prominent indication of any relevant risks when referring any potential benefits of an investment service or financial instrument, [...]

d) the information is sufficient for, and presented in a way that is likely to be understood by, the average member of the group to whom it is directed, or by whom it is likely to be received,

e) the information does not disguise, diminish or obscure important items, statements or warnings"

3.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Det fremgår av informasjonsdokumentet (Admission Document, pkt. 3.1) utarbeidet i forbindelse med opptak av Aker BioMarine AS at *"The Merkur Advisors makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy, completeness or verification of the information set forth herein [...] The Merkur Advisors disclaims, to the fullest extent permitted by law, any and all liability whether arising in tort, contract or otherwise which they might otherwise be found to have in respect of this Admission Document or any such statement [...]"*.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at utstederselskapers opptak til handel på Euronext Growth Oslo som hovedregel innebærer at det gjennomføres en emisjon og/eller aksjesalg rett i forkant av offentliggjøring av informasjonsdokumentet. Verdipapirforetak som har påtatt seg rollen som Euronext Growth Advisors forestår som regel også tilrettelegging og plassering av de aktuelle emisjonene/aksjesalgene. Foretaket har som nevnt vært både Merkur Advisor og tilrettelagt/plassert emisjon for utstederselskapet Aker Biomarine AS.

Finanstilsynet understreket videre at det legger til grunn at:

- når et verdipapirforetak påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor – og i den egenskap både bistår med utarbeidelse og kvalitetssikring av dokumentasjon og informasjonsdokument, er ansvarlig for at det gjennomføres tilstrekkelig DD-undersøkelser, og bekrefter overfor handelsplassen at utsteder tilfredsstiller samtlige vilkår for opptak til handel – så har brukerne av informasjonsdokumentet en berettiget forventning om at verdipapirforetaket har gjort en forsvarlig kvalitetssikring av opplysningene som gis, og
- når et verdipapirforetak yter investeringstjenesten plassering av finansielle instrumenter, og dermed påtar seg en mellommannsrolle mellom et utstederselskap og investorer, så har også de potensielle investorene en berettiget forventning om at foretaket – gjennom grundige og

selvstendige undersøkelser av utstederforetaket – kvalitetssikrer informasjonen som inngår i tilbudet det har påtatt seg å formidle. Omfanget av undersøkelsesplikten vil avhenge av konkrete forhold ved den enkelte emisjon og det enkelte utstederselskap.

Finanstilsynet viste også til Verdipapirforetakenes Forbunds (VPFF) anbefaling nr. 12 (om gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo). Det fremgår av pkt. 1 at anbefalingen gir retningslinjer for gjennomføring av DD *"ved en notering på Euronext Growth Oslo med tilhørende emisjon eller nedsalg"*. Det fremheves at *"tilrettelegger [har] et ansvar for å sikre at riktig informasjon, herunder risikoforhold ved utsteder, gis til investorer"*.

Finanstilsynet presiserte at Foretakets undersøkelsesplikt, sammenholdt med Foretakets plikt til å påse at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt og balansert og at markedets integritet ivaretas på beste måte, medfører at Foretaket ikke kan fraskrive seg ethvert ansvar for informasjon som gis om utstederkunden, slik Foretaket gjør i informasjonsdokumentet til Aker Biomarine AS. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets generelle og vidtrekkende ansvarsfraskrivelse i det nevnte informasjonsdokumentet, hva gjelder den informasjon som gis om Foretakets utstederkunde til Foretakets investorkunder/potensielle investorkunder og andre brukere av dokumentene, ikke er i samsvar med verdipapirhandellovens krav til investorbekyttelse.

3.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det tar Finanstilsynets kommentar til etterretning, og at *"Foretaket har etter Finanstilsynets tematisyn ved rapport 24. januar 2022 oppdatert gjeldende maler for ansvarsfraskrivelse til informasjonsdokument til Euronext Growth i tråd med mal utarbeidet av VPFF som også er avstemt med Finanstilsynet, samt også oppdatert øvrige maler til bruk i investormateriale i forbindelse med plasseringer"*. Foretaket har oversendt justert mal for ansvarsfraskrivelse.

3.4. Finanstilsynets konklusjon

Det er av avgjørende betydning for den generelle tilliten til markedet at investorer og andre aktører kan feste lit til de opplysningene som gis i forbindelse med opptaksprosesser/transaksjoner hvor verdipapirforetak har tatt på seg rollen som rådgiver og/eller tilrettelegger/plasserer.

Finanstilsynet har ikke innvendinger mot at Foretaket innenfor lovlige rammer regulerer og begrenser et eventuelt erstatningsansvar i informasjonsdokumentet. Ansvarsfraskrivelsene som er benyttet av Foretaket går imidlertid lenger enn lovlige under verdipapirhandellovens regler. Foretakets undersøkelsesplikt, sammenholdt med Foretakets plikt til å påse at all informasjon til kunder og potensielle kunder er korrekt og balansert og at markedets integritet ivaretas på beste måte, medfører at Foretaket ikke kan fraskrive seg ethvert ansvar for informasjon som gis om utstederkunden eller de finansielle instrumentene. Det er derfor Finanstilsynets konklusjon at Foretakets ansvarsfraskrivelse ikke har vært i samsvar med verdipapirhandellovens krav til investorbekyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) og (2). Finanstilsynet forventer at verdipapirforetakene foretar selvstendige vurderinger av gjeldende regelverk. Finanstilsynet tar for øvrig Foretakets beskrevne tiltak til etterretning.

4. Interessekonflikter – Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor

4.1. Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1).

Verdipapirforetak plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1), og å innrette sin virksomhet slik at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 2. Dersom tiltakene etter sistnevnte bestemmelse ikke med rimelig sikkerhet forhindrer risiko for at kundens interesser blir skadelidende, skal foretaket tydelig opplyse kunden om mulige interessekonflikter, og om tiltakene som er truffet for å redusere denne risikoen jf. vphl. § 10-2 (2). Opplysningene skal gis på et varig medium, og de skal være tilstrekkelig detaljerte til at kunden ut fra sine forutsetninger kan ta en velbegrunnet beslutning om den tjenesten interessekonflikten gjelder, jf. vphl. § 10-2 (3). Foretaket skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1.

Det følger av Kommisjonsforordningen at verdipapirforetak blant annet skal vurdere om foretaket har finansielle eller andre grunner til å favorisere interessen til en annen kunde eller kundegrupper framfor interessene til kunden, jf. artikkel 33 bokstav (c), jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2.

Kommisjonsforordningen stiller videre krav til at verdipapirforetak skal ha effektive og skriftlige retningslinjer med hensyn til interessekonflikter. Retningslinjene skal være tilpasset foretakets størrelse og organisering, og virksomhetens art, omfang og kompleksitet. Retningslinjene skal beskrive hvilke omstendigheter som utgjør eller kan føre til en interessekonflikt som medfører risiko for at kunders interesser skades, og angi fremgangsmåter og tiltak for å forebygge eller håndtere slike konflikter, jf. Kommisjonsforordningen artikkel 34 (1) og (2), jf. vpf. § 2-2. Verdipapirforetak skal regelmessig og minst årlig vurdere retningslinjene og rette eventuelle mangler, jf. (5).

4.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo fikk i 2020 økt oppmerksomhet fra utstedere og investorer, med en kraftig økning i antall utstederselskaper tatt opp til handel. Finanstilsynet har som nevnt undersøkt to oppdrag hvor Foretaket har vært både Euronext Growth Advisor/Merkur Advisor og samtidig har tilrettelagt og plassert rettede emisjoner for de to utstederselskapene rett i forkant av opptak til handel på handelsplassen.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at Foretakets roller som tilrettelegger og plasserer av aksjeemisjoner i tilknytning til opptaksprosessen og som Euronext Growth Advisor med oppgaver både overfor utstederselskapet og handelsplassen, innebærer interessekonflikter som må identifiseres og håndteres. Finanstilsynet bemerket at Foretaket i sine interne rutiner knyttet til håndtering av interessekonflikter har identifisert interessekonflikten mellom utstederkunden og investorkundene, og beskrevet tiltak for å håndtere denne. Det var imidlertid Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har identifisert interessekonflikten knyttet til sin rolle som

Euronext Growth Advisor, og at Foretaket dermed ikke har påsett at markedets integritet ivaretas på beste måte. Det var også Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har sørget for fullgode retningslinjer knyttet til interessekonflikter.

4.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket tar i Tilsvaret Finanstilsynets kommentarer til etterretning, og skriver at "*Foretakets någjeldende policy for håndtering av interessekonflikter er oppdatert, slik at interessekonflikter som springer ut av Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor er særskilt adressert*". Foretaket har oversendt justerte retningslinjer knyttet til interessekonflikter. Foretaket presiserer at det uansett har vært bevisst det ansvaret som følger av rollen som rådgiver for utstederselskapet på den ene siden og pliktene overfor Euronext Growth på den andre siden. Foretaket viser også til at det har fulgt retningslinjer fra Oslo Børs og VPFs bransje anbefaling nr. 12 om gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo.

4.4. Finanstilsynets konklusjon

Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor innebærer både at det skal bistå utstederselskapet i opptaksprosessen og at det – etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utsteder – skal bekrefte overfor handelsplassen at utstederselskapet tilfredsstillende vilkårene, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel. Det hviler følgelig et stort ansvar på Foretaket, for blant annet å vurdere hvilket omfang av due diligence undersøkelser som er *tilstrekkelig* og for Foretakets rådgivning overfor utstederselskapet knyttet til vurdering av *vesentlighet* i forbindelse med opplysninger som gis i informasjonsdokumentet. Det er dermed svært viktig at verdipapirforetak som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor har høy bevissthet om den interessekonflikten dette innebærer. At et foretak følger etablert bransjepraksis ved blant annet å sørge for due diligence prosesser, er ikke nødvendigvis ensbetydende med at foretaket er bevisst og fokusert på denne konkrete og iboende interessekonflikten. Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke hadde sørget for tilstrekkelige retningslinjer knyttet til interessekonflikter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og Kommisjonsforordningen artikkel 34. Finanstilsynet tar for øvrig Foretakets beskrevne tiltak til etterretning.

5. Interessekonflikter – Ansattes handel i finansielle instrumenter

5.1. Rettslig grunnlag

Det følger av verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse av verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Som et overordnet prinsipp skal verdipapirforetak opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundens beste interesser og påse at markedets integritet ivaretas på best mulig måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Verdipapirforetaket plikter å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom foretaket og kundene og kundene imellom, jf. vphl. § 10-2 (1).

Etter vphl. § 9-16 (1) nr. 1, 2 og 6 skal verdipapirforetak ha tilstrekkelig 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.

Kommisjonsforordningen artikkel 28 fastsetter at reglene for personlige transaksjoner utført av eller på vegne av den ansatte, også omfatter nærstående personer (familierelasjoner eller andre nære forbindelser) og personer eller selskap hvor den ansatte har en direkte eller indirekte vesentlig interesse i utfallet av handelen. Kommisjonsforordningen artikkel 29 fastsetter krav til ordninger (prosedyrer, kontrollmetoder etc.) for å forhindre at ansatte foretar personlige transaksjoner i strid med kravene til håndtering av interessekonflikter og håndtering av innsideinformasjon eller annen fortrolig informasjon spesielt, og MAR og MiFID generelt.

5.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har gjennomgått dokumentasjon på egenhandel i 2021 for Foretakets ansatte i Sales, Corporate Finance og ledergruppen i Norge, samt tilknyttede investeringsselskaper hvor ansatte eier over 50%. Finanstilsynet har i tillegg gjennomgått transaksjonsoversikter i VPS for utvalgte ansatte. Finanstilsynet har sammenholdt transaksjonene med oversikter over Foretakets corporateoppdrag og analyser. Finanstilsynet har ikke funnet noe å bemerke i disse undersøkelsene.

Finanstilsynet har også sett på handel i investeringsselskaper hvor ansatte i Foretaket eier under 50%. Ingen slike investeringsselskaper er omfattet av Foretakets egenhandelsregler. Finanstilsynet kommenterte i Rapporten særskilt ett investeringsselskap (Investeringselskapet) hvor én av Foretakets meglere (Megleren) er minoritetsaksjonær mens andre familiemedlemmer eier de resterende aksjene. Investeringselskapet har gjennomført en rekke transaksjoner gjennom Foretaket i 2021. Finanstilsynet viste i denne forbindelse til Foretakets interne notat fra november 2021 hvor det blant annet står at løpende forvaltning av Investeringselskapets portefølje håndteres av et annet familiemedlem, og at Megleren *"bekrefter at han ikke har noen mulighet til å påvirke investeringsbeslutningene og ikke har innsyn i investeringene før etter at de er fattet. [Megleren] rådgir heller ikke [familiemedlemmet] om investeringer [Investeringselskapet] skal gjøre"*. Foretaket konkluderte i notatet med at *"[Megleren] er en passiv minoritetsaksjonær i [Investeringselskapet] uten påvirkning og innsyn i forvaltningen, og disse investeringene gjort gjennom [Investeringselskapet] vil være unntatt egenhandelsregelverket til Arctic"*.

Finanstilsynet stilte seg i Rapporten kritisk til Foretakets vurderinger i dette notatet, og viste til flere lydopptak – avdekket i en stikkprøve – knyttet til en book-building prosess i et utstederselskap hvor både Megleren og Investeringselskapet allerede var aksjonærer:

- I to ulike samtaler mellom Megleren og to investorer, sier Megleren at han vil be Investeringselskapet om å tegne i emisjonen for et betydelig beløp
- I en samtale mellom en annen av Foretakets meglere og en investor, sier denne megleren at Megleren vil besørge at Investeringselskapet tegner seg for *"a pretty meaningful amount"*
- I en samtale mellom Megleren og familiemedlemmet som forestår investeringer på vegne av Investeringselskapet, oppfordrer Megleren familiemedlemmet til å tegne for det samme beløpet som omtalt i samtalene nevnt over, og sier at en annen megler i Foretaket vil ringe vedkommende for å ta i mot tegning. Den andre megleren ringte deretter Investeringselskapet rett i etterkant, og mottok ordre om tegning fra Investeringselskapet for beløpet anbefalt av Megleren

Finanstilsynet bemerket at Megleren tar initiativ og rådgir familiemedlemmet til å tegne for Investeringselskapet i den aktuelle emisjonen, og at det dermed fremstår som at Megleren reelt sett både har innflytelse over og innsikt i hvilke transaksjoner som skal gjennomføres. Finanstilsynet pekte også på at Megleren og Investeringselskapet har flere investeringer i de samme

utstederselskapene, og at Foretaket har bistått ved gjennomføringen av opptaksprosesser og/eller emisjoner i samtlige av disse utstederselskapene. Finanstilsynet bemerket at dette øker risikoen for interessekonflikter. Finanstilsynet understreket at det basert på mottatt dokumentasjon ikke kunne se at Foretaket på tidspunktet for den aktuelle book-building prosessen hadde foretatt noen vurderinger av hvorvidt Meglerens eierskap i Investeringselskapet medfører noen interessekonflikter i hans arbeid. Finanstilsynet presiserte at Megleren uansett, som følge av sitt eierskap, har en åpenbar vesentlig økonomisk interesse i utfallet av transaksjonene foretatt av Investeringselskapet, og at Foretaket plikter å gjøre en konkret vurdering av dette, jf. Kommisjonsforordningen artikkel 28. Finanstilsynet kunne ikke se at Foretaket har gjort dette. Finanstilsynet viste i Rapporten også til et annet konkret tilfelle knyttet til Megleren og Investeringselskapet som etter Finanstilsynets vurdering kunne gi grunnlag for å stille spørsmål ved Meglerens og Foretakets integritet.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det er kritisk til at Foretaket ikke ser ut til å ha vurdert Meglerens eierskap i Investeringselskapet – herunder Meglerens interesser i handler gjennomført av Investeringselskapet og interessekonflikter knyttet til dette – før november 2021, sett i lys av at Investeringselskapet har vært kunde av Foretaket i mange år og at det i Foretakets rutine for ansattes egenhandel (ikke spesifikt datert, men del av Foretakets rutinesamling som var sist oppdatert 17. desember 2020) fremgår at eierskap i et investeringsselskap skal forhåndsgodkjennes av complianceansvarlig, og at *"The Compliance Officer can when consenting to an interest in such companies impose requirements that no trades can be carried out on behalf of the company without prior written consent"*.

Finanstilsynet skrev også at det ikke kan se at Foretaket i det omtalte notatet fra november 2021 har vurdert interessekonflikter eller potensielle interessekonflikter knyttet til Meglerens eierskap i Investeringselskapet, til tross for at det i et internt notat fra desember 2020 – med forslag til innstramming av praksis – står at *"Dersom den ansatte innehar eierandeler i selskaper som handler verdipapirer, og som ikke regnes som nærstående i lovens forstand og derved ikke rammes av egenhandelsreglene, skal det utarbeides et notat som lager retningslinjer for den ansattes handel og eierskap gjennom nevnte selskap"*, og til tross for at det i Foretakets rutine for egenhandel (gjeldende dato er ikke dokumentert, men det antas at den har vært gjeldende fra "høsten 2021") står at complianceansvarlig skal vurdere interessekonflikter knyttet til ansattes passive eierandeler mellom 10% og 50% i investeringsselskaper. Finanstilsynet viste i Rapporten også til Foretakets "Conflicts of Interest Policy" fra april 2018 hvor det fremgår at ansattes personlige relasjoner skal meldes til Foretaket, og at *"appointments, business interests, securities trading and positions require as a general rule prior consent from the Company"*. Finanstilsynet viste i Rapporten til omstendigheter knyttet til megleren og Investeringselskapet som burde gitt Foretaket en sterk foranledning til å vurdere kundeforholdet på et langt tidligere tidspunkt.

Finanstilsynet kommenterte i Rapporten Foretakets definerte terskler for vurdering av interessekonflikter på mellom 10% og 50% eierandel i et investeringsselskap, og viste til Kommisjonsforordningen artikkel 28 hvor det fremgår at reglene for ansattes personlige transaksjoner skal omfatte selskaper *hvor den ansatte har en direkte eller indirekte vesentlig interesse i utfallet av handelen*. Hva som er å anse som en vesentlig interesse må bero på en konkret vurdering i det enkelte tilfellet. Finanstilsynet skrev at Foretaket følgelig ikke kan ha en absolutt prosentgrense for å avgjøre hvorvidt ansattes eierskap i investeringsselskaper skal være omfattet av egenhandelsregelverket. Finanstilsynet understreket videre at Foretakets plikt til å identifisere og håndtere interessekonflikter gjelder uavhengig av hvorvidt Foretakets egenhandelsregelverk kommer til anvendelse.

Finanstilsynet bemerket også at det har mottatt flere versjoner av Foretakets rutiner for ansattes egenhandel. De enkelte rutinene er ikke datert, og Finanstilsynet har derfor ikke oversikt over hvilken ordlyd som var gjeldende på et gitt tidspunkt. Finanstilsynet presiserte at det forventer at tidspunkt for siste endring fremkommer i den enkelte rutine, og ba Foretaket om å få tilsendt oversikt over samtlige endringer i Foretakets rutiner for egenhandel, herunder dato for endringene, i perioden 2020-2022.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har sørget for å treffe alle egnede tiltak for å identifisere og for å hindre eller håndtere interessekonflikter mellom Foretaket og dets kunder, og at Foretaket ikke har sørget for å innrette sin virksomhet på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom Foretaket og dets kunder eller Foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum. Det var også Finanstilsynets foreløpige vurdering at Investeringssselskapet skal være underlagt Foretakets egenhandelsregelverk. Foretaket har etter Finanstilsynets oppfatning ikke sørget for å vurdere handlingene gjennomført av Investeringssselskapet etter regelverket for ansattes egenhandel, og har ikke hatt på plass tilstrekkelige instruksjoner og kontrollmetoder for å sikre at interessekonflikter i denne type investeringsselskaper blir identifisert og håndtert.

Finanstilsynet ba Foretaket om å oversende en fornyet vurdering av ansattes eierskap og handel gjennom investeringsselskaper, herunder en konkret vurdering av interessekonflikter knyttet til hvert enkelt tilfelle.

5.3. Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket opplyser i Tilsvaret at Meglerens eierinteresser i Investeringssselskapet ble vurdert både på ansettelsestidspunktet og igjen ved to senere anledninger, senest i det omtalte notatet fra november 2021. Foretaket skriver at *"Det har hele tiden vært lagt til grunn at [Megleren] hadde et passivt eierskap i [Investeringssselskapet] [...] Finanstilsynets foreløpige konklusjon innebærer at Foretaket må pålegge [Investeringssselskapet] samme restriksjoner som sine ansatte, herunder [...], samt at ethvert kjøp skal klareres av Foretakets egenhandelskomite. Dette er begrensninger i [Investeringssselskapets] handlefrihet som Foretaket ikke ensidig kan pålegge [Investeringssselskapet] uten særskilt rettsgrunnlag. Foretaket ser ikke at det foreligger rettsgrunnlag som gir Foretaket slik myndighet. [Megleren] eier [...] av aksjene i selskapet, og har [...] av stemmerettighetene i selskapet. Det er Foretakets vurdering at heller ikke [Megleren], i kraft av å være aksjeeier i selskapet, har myndighet til å pålegge selskapet å følge Foretakets egenhandelsregelverk. Etter Foretakets syn må også [Investeringssselskapets] handler sies å være utført "av eller på vegne av" [Megleren] for at det er et krav om at selskapet skal underlegges egenhandelsregelverket. Dette forutsetter en klarere tilknytning og identifisering mellom [Megleren] og [Investeringssselskapet] enn det er grunnlag for i lys av [Meglerens] aksjeinnehav og rettigheter i selskapet. Det er ikke tilstrekkelig at [Megleren] har en indirekte økonomisk interesse i utfallet av [Investeringssselskapets] handler".*

Foretaket stiller seg uforstående til at det andre tilfellet knyttet til Megleren og Investeringssselskapet, som Finanstilsynet viste til i Rapporten, kunne gi grunnlag for å stille spørsmål ved Meglerens og Foretakets integritet.

Foretaket opplyser at Megleren er i ferd med å avslutte sitt arbeidsforhold i Foretaket.

Når det gjelder Finanstilsynets kommentarer om at Foretaket ikke kan ha en absolutt prosentgrense for å avgjøre hvorvidt ansattes eierskap i investeringsselskaper skal være omfattet av egenhandelsregelverket, skriver Foretaket at det er *"enig i Finanstilsynets vurdering, og viser til at*

en absolutt prosentgrense etter nåværende instruksverk i de fleste tilfeller ikke er avgjørende for om investeringsselskaper hvor den ansatte er minoritetsaksjonær skal omfattes av egenhandelsregelverket [...] Foretaket ser at den nærmere utformingen av instruksene ikke har vært hensiktsmessig, og viser til at prosenttersklene under 50% burde vært utformet med henvisning til aksjeeierskap, stemmerettigheter eller andre særskilte rettigheter (herunder rett til å utpeke styremedlemmer). Ved en slik endring vil også tilfeller hvor den ansatte eier under 10%, men har stemmerettigheter som ligger nært opp til 50% av stemmene i selskapet, vurderes særskilt. Foretaket vil understreke at problemstillingen ikke er kommet på spissen siden instruksene ble vedtatt, men at den uansett ville blitt praktisert med en henvisning til stemmerettigheter eller andre særskilte rettigheter. Foretaket har i lys av Finanstilsynets kommentar endret instruksene slik at reglene ikke baserer seg på eierskap alene, men må vurderes i lys av stemmerettigheter eller andre særskilte rettigheter". Foretaket har oversendt justerte rutiner.

Foretaket har, slik Finanstilsynet ba om i Rapporten, oversendt samtlige daterte versjoner av Foretakets rutiner for egenhandel for perioden 2020-2022. Foretaket skriver i Tilsvaret at det "behandler alle instruksendringer i styret. Dermed fremgår det av styreprotokoll samt på førstesiden i Foretakets instruksamling når instruksamlingen er endret. [...] Foretaket tar Finanstilsynets kommentar til etterretning og vil vurdere om det kan være hensiktsmessig å ha dato for sist endring øverst på hver instruks".

Foretaket har også, slik Finanstilsynet ba om i Rapporten, oversendt en fornyet vurdering av ansattes eierskap og handel gjennom investeringsselskaper, herunder en konkret vurdering av interessekonflikter knyttet til hvert enkelt tilfelle. Foretaket har også oversendt oppdatert standardisert skjema for vurdering av ansattes eierskap og handel gjennom investeringsselskaper.

5.4. Finanstilsynets konklusjon

Et bærende hensyn bak reglene om ansattes egenhandel er hensynet til den alminnelige tilliten til verdipapirmarkedet. Et sentralt formål med reglene er å forhindre ansatte i verdipapirforetak i 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 eller er involvert i handler på egne eller tilknyttede personers vegne 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. Ansattes dialog om eller med nært relaterte kunder angående konkrete investeringsbeslutninger hvor den ansatte har en egeninteresse er egnet til å svekke tilliten til verdipapirforetakets og den ansattes integritet og uavhengighet. Verdipapirforetak må her følge en forsiktighetsnorm. Det er i foretakets interesse å sørge for at slike situasjoner ikke oppstår.

Foretaket har ved flere anledninger, senest i november 2021, konkludert med at Megleren er en passiv minoritetsaksjonær i Investeringsselskapet som ikke har hatt noen påvirkning på eller innsyn i forvaltningen, og at Investeringsselskapets handler dermed er unntatt Foretakets egenhandelsregelverk. Foretaket opprettholder denne konklusjonen i Tilsvaret, og anfører at det ikke foreligger rettsgrunnlag for å inkludere Investeringsselskapet i Foretakets egenhandelsregelverk. Foretaket begrunner dette med at Investeringsselskapets handler ikke kan sies å være utført av eller på vegne av Megleren. Finanstilsynet viste i Rapporten til et lydopptak avdekket i en stikkprøve, hvor Megleren på eget initiativ rådet Investeringsselskapet både til å tegne seg i en emisjon og anbefalte hvor mye det burde tegnes for. Investeringsselskapet fulgte dette rådet. Både Megleren og en annen megler i Foretaket hadde i forkant kommunisert til andre kunder at Megleren ville ta et slikt

initiativ. Dette viser at Megleren reelt sett både har innflytelse over og innsikt i hvilke transaksjoner Investeringselskapet skal gjennomføre. Foretaket har ikke kommentert dette i Tilsvaret.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Investeringselskapet skulle vært underlagt Foretakets egenhandelsregelverk. Siden Megleren etter det opplyste avslutter sitt arbeidsforhold hos Foretaket er dette konkrete tilfellet ikke lenger relevant, men Foretaket burde på et langt tidligere tidspunkt kontrollert og vurdert Meglerens reelle innflytelse på Investeringselskapets investeringsbeslutninger. En medarbeiders eierandel og stemmerettigheter i et investeringselskap er i denne sammenheng ikke avgjørende, slik Foretaket har lagt til grunn. Foretaket skriver i Tilsvaret at det er enig i Finanstilsynets vurdering av at Foretaket ikke kan ha en absolutt prosentgrense for hvorvidt ansattes eierskap i investeringselskaper skal være omfattet av egenhandelsregelverket. Foretaket skriver samtidig at prosentterskler bør utformes med henvisning til både aksjeeierskap, stemmerettigheter og andre særskilte rettigheter. Foretakets oversendte justerte rutine for ansattes egenhandel viser fortsatt til en nedre terskel på 10% eierskap eller stemmerettigheter, men inkluderer nå også andre formelle rettigheter den ansatte måtte ha gjennom aksjonæravtaler eller vedtekter. Finanstilsynet presiserer at selv om eierandel/stemmerettigheter og andre formelle rettigheter er vesentlige vurderingskriterier, så er de ikke avgjørende. I tillegg må den ansattes faktiske kommunikasjon med investeringselskapet og reelle påvirkning på investeringsbeslutningene, sammen med den ansattes økonomiske interesse i utfallet av handlene, vurderes konkret. Verdipapirforetak må som nevnt følge en forsiktighetsnorm ved vurdering av ansattes personlige interesser i kunders handler og ansattes reelle involvering og påvirkning på slike handler. Foretaket har også i sin egen rutine for ansattes egenhandel slått fast at "*trades that the associated person executes in consultation with the employee, or where the employee in question participates in the associated person's trade in some other way*" skal omfattes av Foretakets egenhandelsregler. Foretaket har for dette kundeforholdet ikke gjort tilstrekkelige undersøkelser for å etterleve sin egen rutine på dette punktet.

Det er 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 dets kunder, jf. vphl. §10-2 (1), se vphl. §10-9 (1). Foretaket har ikke sørget for å innrette sin virksomhet på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom Foretaket og dets kunder eller Foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 2 og nr. 6. Det er videre Finanstilsynets konklusjon at Investeringselskapet skulle vært underlagt Foretakets egenhandelsregelverk. Foretaket har ikke sørget å vurdere handlene gjennomført av Investeringselskapet etter regelverket for ansattes egenhandel, og har ikke hatt på plass tilstrekkelige instruksjoner og kontrollmetoder for å sikre at interessekonflikter i denne type investeringselskaper blir identifisert og håndtert, jf. Kommisjonsforordningen artikkel 28 og 29, jf. vpf. 2-2.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Elise Ødegård
senior tilsynsrådgiver