



Carnegie AS
Postboks 684 Sentrum
0106 OSLO

VÅR REFERANSE
21/3385

DERES REFERANSE

DATO
21.01.2022

Tilsynsrapport

1. Innledning

Den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth Oslo (tidligere Merkur Market) fikk i 2020 økt oppmerksomhet fra utstedere og investorer, med en kraftig økning i antall utstederselskaper tatt opp til handel. Som ledd i det generelle tilsyn med verdipapirmarkedet i Norge, har Finanstilsynet sett nærmere på opptaksprosesser og verdipapirtransaksjoner knyttet til utvalgte utstederselskaper som er tatt opp til handel på Merkur Market/Euronext Growth Oslo (i det følgende også omtalt som Handelsplassen) i 2020-2021. Finanstilsynet har som ledd i sine undersøkelser gjennomført tematisyn med Oslo Børs (som markedsoperatør for Euronext Growth Oslo) og de verdipapirforetakene og revisjonsselskapene som har vært involvert i de aktuelle prosessene.

Finanstilsynet har i denne forbindelse gjennomført et dokumentbasert tematisyn med Carnegie AS (heretter omtalt som Foretaket). Tematisynet dekket primært forhold knyttet til Foretakets rolle som Merkur Advisor/Euronext Growth Advisor og/eller Manager for transaksjoner relatert til de tre utvalgte utstederselskapene Flyr AS, Aker Carbon Capture AS og Aker Horizons AS.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 5. november 2021 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 30. november 2021 (Tilsvaret).

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

2. Interessekonflikter

2.1 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 delegert kommisjonsforordning (EU) 2017/565 (Kommisjonsforordningen) artikkel 33 bokstav c, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2, at verdipapirforetak skal vurdere om foretaket har finansielle eller andre grunner til å favorisere interessen til en annen kunde eller kundegrupper framfor interessene til kunden.

Kommisjonsforordningen stiller videre krav til at verdipapirforetak skal ha effektive og skriftlige retningslinjer som regulerer 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 en gang i året vurdere retningslinjene og rette eventuelle mangler, jf. (5).

2.2 Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor

Foretaket har vært Euronext Growth Advisor og (under Handelsplassens tidligere regelverk) Merkur Advisor for henholdsvis Flyr AS og Aker Carbon Capture AS.

Det følger av Euronext Growth Oslo Regelbok II pkt. 2.1.1 at en utsteder som søker opptak til handel på Euronext Growth Oslo skal inngå en oppdragsavtale med en Euronext Growth Advisor. Euronext Growth Advisor skal bistå utsteder frem til opptak til handel finner sted, med forberedelser, kvalitetssikring av utstедers og aksjenes egnethet for opptak til handel, samt utarbeidelse av dokumentasjon i opptaksprosessen. I veiledningen til bestemmelsen er rollen utdypet til å *"klargjøre og veilede Utstedere som ønsker opptak til handel. Bistand fra en finansiell tilrettelegger til utarbeidelsen av søknad og Informasjonsdokument kan for mange Utstedere lette arbeidsomfanget, samtidig som kvalitetssikringen av Utstederes egnethet styrkes"*. Regelverket fastsetter dermed at Euronext Growth Advisors rolle er å bistå utstederselskapet.

Euronext Growth Advisor har samtidig også oppgaver overfor Handelsplassen i forbindelse med opptaksprosessen. Det fremgår av Euronext Growth Oslo Notis 2.2 pkt. 1 (4) at Euronext Growth Advisor skal, etter beste evne og vurdering, og på grunnlag av en tilstrekkelig gjennomgang av utstederen, bekrefte i søknaden at utstederen tilfredsstillende alle vilkår for opptak til handel, og at utsteder og dennes aksjer er egnet for opptak til handel på Euronext Growth Oslo. Det fremgår videre av Notis 2.2 pkt. 3 at Euronext Growth Advisor er ansvarlig for å vurdere omfanget av due diligence-undersøkelsene (i det følgende også omtalt som DD) i samråd med utstederen. Det er i veiledningen til bestemmelsen presisert at *"Omfanget av due diligence vil således bero på Euronext Growth Advisors kunnskap om Utsteder og behov for informasjon for å kunne ivareta sine plikter som Euronext Growth Advisor i opptaksprosessen. Dette tilsier at due diligence i noen saker vil kunne få et betydelig omfang, mens det i andre og helt særskilte tilfeller, der Euronext Growth Advisor har inngående kjennskap til Utstederen, ikke anses som like påkrevet med en formell due diligence"*. I tillegg skal Euronext Growth Advisor kontrollere informasjonsdokumentet og

"bekrefte overfor Oslo Børs at slik kontroll er gjennomført i forbindelse med at endelig Informasjonsdokument og utfylt sjekklister oversendes", jf. Regelbok II pkt. 2.3 (1).

2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Foretaket har som nevnt vært Merkur Advisor/Euronext Growth Advisor for de to utstederselskapene. Foretaket har også tilrettelagt og plassert rettede emisjoner for de to utstederselskapene rett i forkant av opptak av de to selskaperes aksjer til handel på Handelsplassen.

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.

Som tilrettelegger og plasserer på vegne av utstederkunder står Foretaket overfor en konflikt mellom utstederkundens interesse i å oppnå en vellykket plassering av den aktuelle emisjonen på enklest, rimeligst og hurtigst vis til høyest mulig kurs, og investorkundenes interesse i å fatte en informert investeringsbeslutning (jf. vphl. § 10-10 (7)) og gjøre en investering til lavest mulig kurs.

Som Euronext Growth Advisor står Foretaket også overfor en konflikt mellom utstederkundens interesse i å oppnå en vellykket opptaksprosess på enklest, rimeligst og hurtigst vis og Handelsplassens interesse i at selskapene tatt opp til handel tilfredsstiller Handelsplassens opptaksvilkår og at det finnes tilstrekkelig offentlig informasjon til at en bruker kan foreta en velfundert investeringsbeslutning (jf. vphl. § 9-26 (1) nr. 2). Foretaket har, i egenskap av Euronext Growth Advisor, påtatt seg plikter overfor Handelsplassen og har bekreftet overfor Handelsplassen at det vurderer vilkårene for opptak til handel som oppfylt for de to utstederselskapene. Selv om Handelsplassen i denne sammenheng ikke kan anses som en kunde av Foretaket, plikter Foretaket å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningskikk og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte. Foretaket plikter, i sin rolle som Euronext Growth Advisor, å ivareta Handelsplassens interesser og bidra til at hensynet til å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter ivaretas (jf. vphl. § 10-9 (1), se vphl. § 1-1).

Finanstilsynet har gjennomgått Foretakets instruks knyttet til håndtering av interessekonflikter. Finanstilsynet skrev i Rapporten at Foretaket ikke ser ut til å ha identifisert interessekonflikten mellom utstederkunden og investorkundene i instruksene, men at Foretaket andre steder har beskrevet tiltak for å håndtere denne interessekonflikten. Finanstilsynet bemerket at denne konflikten også bør identifiseres konkret i instruks-samlingen. Finanstilsynet skrev videre at Foretaket heller ikke ser ut til å ha identifisert interessekonflikten knyttet til sin rolle som Euronext Growth Advisor, eller beskrevet tiltak for å håndtere denne.

Basert på de gjennomgåtte instruks var det Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har identifisert eller håndtert interessekonflikten knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor, og at Foretaket dermed ikke har påsett at markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-9 (1). Det var videre Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har sørget for tilstrekkelige retningslinjer knyttet til interessekonflikter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 1 og Kommisjonsforordningen artikkel 34.

2.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at det mener at interessekonflikten mellom utstederkunder og investorkunder er identifisert og håndtert, og at det vil inntas en eksplisitt henvisning til denne konflikten i instruksene.

Foretaket skriver videre at internt regelverk ikke eksplisitt nevner håndtering av potensielle interessekonflikter knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor, og at *"Årsaken til dette er at Carnegie har vært av den oppfatningen at ansvaret for å ivareta markedets integritet er like viktig og omfattende overfor alle markedsplasser hvor Carnegie tilrettelegger transaksjoner. Carnegie kan ikke se at våre forpliktelser til å ivareta markedets integritet er av mer omfattende karakter der det tilrettelegges transaksjoner knyttet til Euronext Growth Oslo, enn ellers. At Euronext Growth Oslo legger et større kontraktsrettslig ansvar på tilretteleggerne i deres rolle som Euronext Growth Advisor, har vi ikke tolket som at vårt ansvar for å ivareta markedets integritet er mer begrenset overfor andre markedsplasser hvor våre kontraktsrettslige forpliktelser overfor handelsplassen er mer begrenset, slik som er tilfellet for Oslo Børs. Derimot anerkjenner Carnegie at foretaket har et utvidet ansvar når det gjelder selskapsundersøkelser av utstederforetaket når Carnegie opptrer som Euronext Growth Advisor, noe som også fremgår eksplisitt av Compliance Manualen punkt 10.4 hvoretter VPFs anbefaling nr. 12 er implementert som en intern standard"*.

Foretaket opplyser at det vil oppdatere instruksene for å sikre at de aktuelle interessekonfliktene er spesifikt beskrevet og håndtert.

2.5 Finanstilsynets konklusjon

Foretaket erkjenner at den konkrete interessekonflikten knyttet til Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor ikke har vært beskrevet i Foretakets instruks, og viser til at det anser ansvaret for å ivareta markedets integritet som like viktig og omfattende overfor alle markedsplasser hvor Foretaket tilrettelegger transaksjoner. Foretaket viser også til at VPFs bransjeanbefaling nr. 12, om gjennomføring av due diligence i forbindelse med søknad om opptak på Euronext Growth Oslo, er implementert som intern standard.

Foretakets rolle som Euronext Growth Advisor innebærer som nevnt 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 dermed 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 – noe også Foretaket selv påpeker i Tilsvaret. 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 DD-prosesser, er ikke nødvendigvis ensbetydende med at foretaket er bevisst og fokusert på denne konkrete og iboende interessekonflikten. Finanstilsynet forventer at denne typen konflikter beskrives eksplisitt i Foretakets instruksamling, sammen med konkrete tiltak for å håndtere denne.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket ikke har sørget for tilstrekkelige retningslinjer knyttet til interessekonflikter, jf. vphl. § 9-16(1) nr. 1 og Kommisjonsforordningen artikkel 34. Finanstilsynet imøteser justerte instruks på dette området så snart disse foreligger.

3. Opplysninger til kunder – Foretakets ansvar

3.1 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).

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).

Kommisjonsforordningen presiserer blant annet at all informasjon til kunder og potensielle kunder skal være korrekt, godt synlig og forståelig for den gjennomsnittlige mottaker. Kommisjonsforordningen 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 listed out in paragraph 2 to 8.*
- 2. Investment firms 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 (Information Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Flyr AS at *"No representation or warranty, express or implied, is made by the Euronext Growth Advisors as to the accuracy, completeness or verification of the information set forth herein [...] The Euronext Growth Advisors assume no responsibility for the accuracy or completeness or the verification of this Information Document and accordingly disclaim, to the fullest extent permitted by applicable law, any and all liability whether arising in tort, contract or otherwise which they might otherwise be found to have in respect of this Information Document or any such statement"*. Tilsvarende tekst fremgår av informasjonsdokumentet (Admission Document, pkt. 3.1) i forbindelse med opptak av Aker Carbon Capture AS.

Utstederselskapers opptak til handel på Euronext Growth Oslo innebærer som hovedregel 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 Euronext Growth/Merkur Advisor og tilrettelagt/plassert emisjoner for de to utstederselskapene.

Verdipapirforetak som påtar seg en rolle som Euronext Growth Advisor bistår blant annet med utarbeidelse og kvalitetssikring av dokumentasjon og informasjonsdokument, er ansvarlig for at det gjennomføres tilstrekkelig DD-undersøkelser, og bekrefter overfor Handelsplassen at utsteder tilfredsstillende alle vilkår for opptak til handel. Finanstilsynet la til grunn i Rapporten at brukerne av informasjonsdokumentet dermed har en berettiget forventning om at verdipapirforetaket har gjort en forsvarlig kvalitetssikring av opplysningene som gis.

Finanstilsynet la videre til grunn at når et verdipapirforetak yter investeringstjenesten plassering av finansielle instrumenter, og dermed påtar seg en mellommannsrolle mellom et utstederselskap og investorer, så har de potensielle investorene en berettiget forventning om at foretaket – gjennom grundige og selvstendige undersøkelser av utstederselskapet – kvalitetssikrer informasjonen som inngår i tilbudet det har påtatt seg å formidle. Rekkevidden av undersøkelsesplikten vil avhenge av konkrete forhold ved den enkelte emisjon og det enkelte utstederselskap.

Finanstilsynet viste i denne forbindelse også til VPFs 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*", og det fremheves at "*tilrettelegger [har] et ansvar for å sikre at riktig informasjon, herunder risikoforhold ved utsteder, gis til investorer*".

Finanstilsynet understreket 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 de to nevnte informasjonsdokumentene.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten at Foretakets generelle og vidtrekkende ansvarsfraskrivelse i de to nevnte informasjonsdokumentene, hva gjelder den informasjon som gis om Foretakets utstederkunder til Foretakets investorkunder/potensielle investorkunder og andre brukere av dokumentene, ikke er i samsvar med verdipapirhandelens krav til investorbeskyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) og (2).

3.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket skriver i Tilsvaret at: "*Beskrivelsen av Carnegies ansvar er en standardisert formulering som gir uttrykk for en etablert bransjepraksis, både i forbindelse med private plasseringer etterfulgt av at aksjene tas opp til handel på Euronext Growth Oslo og i forbindelse med børsnoteringer. [...] Foretaket ser at formuleringene i investordokumentasjonen kan fremstå som vidtrekkende, men understreker likevel at formålet har vært å informere brukerne om at rådgiver ikke garanterer for at informasjonen er fullstendig og korrekt. De innledende uttrykkene er ment å tydeliggjøre nettopp dette. Carnegie er seg bevisst sitt eget ansvar, herunder plikten til å foreta en forsvarlig vurdering av de opplysninger utsteder gir, og også vår egen undersøkelsesplikt. [...] Hensikten med formuleringene i investordokumentasjonen har ikke vært å fraskrive seg det ansvaret som ligger i*

en profesjonell og faglig forsvarlig utførelse av disse forpliktelsene, men å gjøre investorer oppmerksom på at Carnegie ikke påtar seg et objektivt ansvar for informasjonen som gis. Carnegie tar Finanstilsynets ønske om justering av den innarbeidede bransjepraksisen til etterretning. Det er satt i gang tiltak i VPPF hvor det blant annet diskuteres hvordan en slik ansvarsbegrensning bør utformes. Carnegie vil rette seg etter den praksis og de tiltakene som det blir enighet om i VPPF. Carnegie vil i tillegg foreta en selvstendig vurdering av om de tiltak som foreslås er tilstrekkelig".

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 lovlig 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 er i samsvar med verdipapirhandellovens krav til investorbeskyttelse, jf. vphl. §§ 10-9 (1) og 10-10 (1) og (2). Finanstilsynet forventer at verdipapirforetakene foretar selvstendige vurderinger av gjeldende regelverk, og at ansvarsfraskrivelsene i fremtidige informasjonsdokumenter ivaretar hensynet til investorbeskyttelse.

4. Ansattes egenhandel

4.1 Rettslig grunnlag

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).

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.

Verdipapirforetakenes krav til rutiner/prosedyrer/ordninger ("arrangements") i forbindelse med utarbeidelse og distribusjon av investeringsanalyser er nærmere presisert i Kommissjonsforordningen, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 2-2. Forordningens 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"

4.2 Foretakets instruks

Det fremgår av Foretakets instruks for ansattes egenhandel at: *"All egenhandel skal på forhånd klareres skriftlig med Compliance etter delegering fra daglig leder"*. Det fremgår av samme instruks pkt. 1.5.4 at: *"Når Foretaket har vært (med-)tilrettelegger ved kapitalinnhenting eller børsintroduksjon, kan ansatte ikke kjøpe finansielle instrumenter hvis verdi er avhengig av den aktuelle utsteders aksjer, før dagen etter offentliggjøring av første periodiske rapportering etter at transaksjonen er gjennomført"*. En tilsvarende anbefaling finnes i VPFfs anbefaling nr. 5 (Anbefalte retningslinjer for ansattes egenhandel) pkt. 6

4.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Rapporten

Finanstilsynet har mottatt transaksjonsoversikter for Foretakets ansattes egenhandler i aksjer i de tre undersøkte utstederselskapene. For to av selskapene er det ikke opplyst om egenhandel, mens mottatt transaksjonsoversikt for det tredje selskapet viser at en av Foretakets ansatte har kjøpt aksjer i selskapet 16 dager etter første handelsdag på Handelsplassen. Finanstilsynet har mottatt utfylt og godkjent søknadsskjema for den aktuelle transaksjonen.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at det ser ut til den aktuelle egenhandelen er godkjent og gjennomført i strid med Foretakets egen instruks, som fastsetter at egenhandel ikke kan finne sted i perioden mellom "investment banking transaksjonen" og dagen etter offentliggjøring av selskapets neste delårsrapport.

Finanstilsynet skrev videre at det har forstått det slik at gjeldende bransjepraksis i perioden for den aktuelle egenhandelen var 14 dagers analyse-blackout etter første handelsdag. Finanstilsynet bemerket at det legger til grunn at Foretakets ansatte var kjent med denne praksisen, og at når første handelsdag på Handelsplassen var kjent så ville det være rimelig å anta at Foretakets første selskapsanalyse ville publiseres ikke lenge etter 14 dager (den ble dette tilfellet publisert 6 uker etter første handelsdag). Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål om ikke den ansatte som kjøpte aksjer i selskapet 16 dager etter første handelsdag hadde kunnskap om det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring av analysen, jf. Kommisjonsforordningens artikkel 37.

4.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket erkjenner at den aktuelle egenhandelen representerer et brudd på Foretakets egen instruks, som fastsetter at egenhandel ikke kan finne sted i perioden mellom "investment banking transaksjonen" og dagen etter offentliggjøring av selskapets neste delårsrapport. Foretaket presiserer at det i etterkant er innført et krav om egenerklæring i forbindelse med søknad om egenhandel, og at det i erklæringen blant annet skal bekreftes at transaksjonen er i henhold til Foretakets instruks.

Foretaket skriver i Tilsvaret at analyseavdelingens rutiner er tuftet på konfidensialitet overfor ansatte utenfor analyseavdelingen, og at det ikke er andre enn analytikerne som har tilgang til programvare og dataområde som analyseavdelingen bruker. Foretaket skriver videre at det ikke er kjent med regler eller bransjepraksis for når eventuell analysedekning tas opp etter at et selskap er tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo, og at det er analysesjefen som beslutter hvorvidt det skal tas opp dekning og eventuelt når det skal tas opp dekning. Foretaket presiserer at det ikke er noe mønster med hensyn til tidspunkt for å ta opp dekning av nye selskap, eventuelt om det skal tas opp dekning i det hele tatt, og at det er betydelig variasjon i tidspunktet for publisering av en eventuell analyse i forhold til første handelsdag. Foretaket anfører at *"Ut fra dette mener vi det ikke er mulig for ansatte utenfor analyseavdelingen å ha kunnskap om et sannsynlig tidspunkt for en eventuell analyserapport. Det er etter dette ingen grunn til å tro at vedkommende [...] var kjent med analyseavdelingens vurderinger av hvorvidt det skulle tas opp dekning på [...], og hvis så, når denne ville bli publisert, eller hva innholdet eventuelt ville være. Vår vurdering er følgelig at artikkel 37 i Kommisjonsforordningen ikke er brutt"*.

4.5 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 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 hvor vedkommende faktisk har kunnskap om, eller hvor det kan skapes et inntrykk av at vedkommende har kunnskap om, innholdet i analysen eller sannsynlig tidspunkt for offentliggjøring, er egnet til å svekke tilliten til Foretakets integritet spesielt og markedets integritet generelt.

Foretaket skriver at det ikke er kjent med regler eller bransjepraksis for når eventuell analysedekning tas opp etter at et selskap er tatt opp til handel på Euronext Growth Oslo. Andre verdipapirforetak har overfor Finanstilsynet bekreftet en slik bransjepraksis i perioden for den aktuelle egenhandelen. Denne praksisen ble rett i etterkant vedtatt som bindende bransjestandard for medlemmer av Verdipapirforetakenes Forbund (Bransjestandard nr. 3, 1. desember 2020).

Finanstilsynet tar Foretakets redegjørelse til etterretning. Finanstilsynet vil likevel presisere at verdipapirforetak skal sørge for at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder, eller foretakets kunder seg imellom, begrenses til et minimum og at markedets integritet ivaretas på beste måte. Verdipapirforetak bør derfor følge en forsiktighetsnorm ved etablering og håndheving av interne retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder for personlige transaksjoner som foretas av foretakets ledere, ansatte og tilknyttede agenter. Det er i foretakenes egen interesse at det ikke kan stilles spørsmål ved ansattes egenhandel.

Foretaket må for øvrig innta i instruksene for egenhandel ovennevnte temaer fra Kommisjonsforordningen knyttet til både *innholdet* i en analyse som ikke er offentlig tilgjengelig og *det sannsynlige tidspunktet for offentliggjøring* av en analyse.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Hedvig Vold
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.