

Advokatfirma DLA Piper Norway DA
Postboks 1364 Vika
0114 Oslo

Deres ref

Vår ref
17/892 -

Dato
30.06.2017

Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester – Nordic Securities AS

Finansdepartementet viser til klage 2. februar 2017 fra Nordic Securities AS over Finanstilsynets vedtak 5. januar 2017 om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, og til Finanstilsynets oversendelsesbrev 17. februar 2017 der klagen oversendes Finansdepartementet («**departementet**»).

1. SAKENS BAKGRUNN

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos Nordic Securities AS («**klager**» eller «**foretaket**») og i søsterselskapet Nordic Investment Management AS («**NIM**») henholdsvis 1. og 3. desember 2015. NIM ble i etterkant av de stedlige tilsynene innfusjonert i foretaket.

Foretaket hadde tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) § 2-1 første ledd nr. 1 (mottak og formidling av ordre), 2 (utførelse av ordre på vegne av kunde), 5 (investeringsrådgivning) og 6 (tilrettelegging), samt tilknyttede tjenester nr. 3 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 annet ledd.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige vurderinger og varsel om tilbakekall av tillatelser i brev 8. september 2016 («**varselet**»), og avga sine kommentarer til dette i brev 21. oktober 2016. På bakgrunn av enkelte av disse kommentarene sendte Finanstilsynet brev til foretaket 16. november 2016, som ble besvart av foretaket i brev 1. desember 2016. Foretakets brev 21. oktober og 1. desember 2016 omtales som «**tilsvaret**».

Finanstilsynet fattet vedtak 5. januar 2017 om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester («**vedtaket**»). Ifølge vedtaket løper det en avviklingsperiode frem til 7. april 2017 der foretaket kan yte investeringstjenester til eksisterende kunder, men kun i den utstrekning det er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforholdet. Foretaket kan ikke

etablere nye kundeforhold i avviklingsperioden.

Vedtaket ble påklaget ved brev 2. februar 2017 fra Advokatfirma DLA Piper Norway DA på vegne av foretaket («**klagen**»), og foretaket anmodet om utsatt iverksettelse av vedtaket frem til klagen er avgjort.

Finanstilsynet besluttet 3. februar 2017 utsatt iverksettelse av vedtaket frem til Finanstilsynet hadde hatt anledning til å gjennomgå klagen, jf. forvaltningsloven § 42. I brev 17. februar 2017 besluttet Finanstilsynet at fortsatt utsatt iverksettelse ikke innvilges.

Finanstilsynet har vurdert klagen, men ikke funnet grunnlag for å omgjøre vedtaket, og har kommet med merknader til klagen i sitt oversendelsesbrev 17. februar 2017 til departementet.

Departementet besluttet 23. februar 2017 at vedtaket ikke skulle iverksettes før 18. mai 2017, det vil si tre måneder etter klagen ble oversendt til departementet, jf. forvaltningsloven § 42 første ledd. Departementet satte som vilkår at foretaket ikke inngår nye kundeforhold eller utvider kundeforhold for eksisterende kunder frem til klagen er avgjort, jf. forvaltningsloven § 42 annet ledd. Vilkårene ble presisert i brev 8. mars 2017. Ved brev 9. mai 2017 besluttet departementet fortsatt utsatt iverksettelse frem til 1. juli 2017 på samme vilkår.

I brev til departementet 11. april 2017 fra Advokatfirmaet Simonsen Vogt Wiig AS på vegne av foretakets morselskap, The Nordic Group AS («**TNG**»), anføres det at det er omstendigheter ved tilsynsprosessen som TNG finner kritikkverdige, og som utgjør saksbehandlingsfeil som kan ha virket bestemmende på vedtakets innhold. Finanstilsynet kommenterte ovennevnte forhold i brev 4. mai 2017. TNGs saksbehandlingsanførsler ble utdypet nærmere i brev til departementet mottatt 20. juni 2017 fra Advokatfirmaet Elden DA på vegne av TNG.

Departementet har gjort seg kjent med og hensyntatt innholdet i ovennevnte korrespondanse i sitt vedtak. I det følgende gjengis enkelte deler av Finanstilsynets vedtak, klagen og den øvrige korrespondansen.

2. RETTSLIG GRUNNLAG

Finanstilsynet kan i henhold til vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 helt eller delvis tilbakekalle et verdipapirforetaks tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket «foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov».

3. FINANSTILSYNETS VEDTAK

3.1 Innledning

I medhold av vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 vedtok Finanstilsynet 5. januar 2017 å tilbakekalle foretakets tillatelser til å yte investeringstjenestene 1, 2, 5 og 6 som nevnt i vphl. § 2-1 første ledd, samt tilknyttede tjenester 3 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 annet ledd.

3.2 God forretningsskikk – ivaretagelse av kundenes interesser ved CFD-/aksjehandel

Finanstilsynet skriver at hoveddelen av foretakets virksomhet i 2014 og 2015 målt etter omsetning, har vært investeringsrådgivning, mottak/formidling av ordre og utarbeidelse av investeringsanbefalinger knyttet til CFD og børsnoterte aksjer.

Finanstilsynet opplyser at foretaket per 31. desember 2015 hadde totalt 946 kunder som har handlet CFD og/eller aksjer på Saxo Banks handelsplattform i perioden januar 2014 til desember 2015, og at tilsynet har mottatt beholdningsoversikter, kontobevegelser og transaksjonslogger for samtlige kunder i nevnte periode. Finanstilsynet opplyser videre at foretaket på tidspunktet for det stedlige tilsynet hadde 27 meglere innen CFD/noterte aksjer, og at tilsynet har gjennomgått ca. 1 200 samtaler/sms med 15 utvalgte meglere og til sammen 60 kunder i utvalgte perioder i 2014 og 2015.

Finanstilsynet redegjør for at tilsynet har gjort et tilfeldig utvalg på 30 av de 60 kundene (heretter omtalt som «Utvalget»), hvor tilsynet har foretatt beregninger (basert på kundenes transaksjonslogger) knyttet til tradingresultater, transaksjonskostnader, handelshyppighet og posisjonsvarighet for perioden januar 2014 til desember 2015. For 12 av kundene i Utvalget dreier det seg utelukkende om CFD-handel. De øvrige kundenes aktivitet er dominert av CFD-handel i tillegg til en varierende grad av aksjehandel. Beregningene ble presentert i varselet i tre tabeller og oppsummert som følger i vedtaket:

- «27 av de 30 kundene i Utvalget (90 %) har tapt penger på CFD-/aksjetrading gjennom Foretaket i perioden. De fleste kundene har realisert høye tap i forhold til innskutt egenkapital. De 27 kundene med tap har i gjennomsnitt tapt 55 % av kapitalen. På annualisert basis har de i gjennomsnitt tapt 85 % av kapitalen.
- Kundene har i sum realisert ca. MNOK 1 i brutto fortjeneste (før omkostninger) i perioden. Kundenes samlede tradingrelaterte kostnader i perioden beløper seg imidlertid til MNOK 15,2. Disse 30 kundene har dermed realisert et samlet netto tap på MNOK 14,2 på kortsiktig CFD-/aksjetrading gjennom Foretaket i perioden, tilsvarende i gjennomsnitt ca. NOK 475 000 per kunde. Av kundenes samlede omkostninger på MNOK 15,2 har anslagsvis MNOK 12,9 (85 %) tilfalt Foretaket.
- Kundene har betalt svært høye tradingrelaterte omkostninger i forhold til egenkapitalen. Gjennomsnittlig annualiserte transaksjonskostnader for disse kundene er på 69 % av gjennomsnittlig egenkapital i den perioden de har vært aktive. Det betyr at kundene i snitt må oppnå en brutto gevinst på 69 % på sin CFD-trading i løpet av et år bare for å gå "break even".
- Kundene har i snitt gjennomført 1,6 transaksjoner per dag i den perioden de har vært aktive (høyeste verdi 3,3 – laveste verdi 0,5).
- Gjennomsnittlig varighet på kundenes posisjoner i perioden har vært på 4,4 dager (høyeste verdi 8,8 – laveste verdi 2,7).
- Gjennomsnittlig andel av kundenes posisjoner i perioden som er stengt samme dag eller dagen etter at posisjonen ble inngått – gjennomgående som følge av anbefaling fra megler – er 46 % (høyeste verdi 66,7 – laveste verdi 12,1).
- Kundeansvarlig megler for de 30 kundene i Utvalget inkluderer 14 av de 15 utvalgte meglerne. Finanstilsynets beregninger indikerer dermed at den svært kortsiktig fokuserte investeringsrådgivningen har vært utbredt blant Foretakets meglere.»

I tillegg til Utvalget på 30 kunder har Finanstilsynet (basert på beholdningsoversikter og kontobevegelser) beregnet tradingresultater, transaksjonskostnader og handelshyppighet for de 300 største kundene (målt etter kurtasje- og finansieringsinntekter til foretaket i perioden).

Til sammen står disse 330 kundene for ca. 78 % av foretakets samlede returprovisjon fra Saxo Bank i 2014 og 2015. Beregningene for de 300 kundene ble oppsummert i varselet som følger:

- «270 av de 300 kundene (90 %) har tapt penger på CFD-/aksjetrading gjennom Foretaket i perioden. Kundene med tap har i gjennomsnitt tapt 68 % av innskutt egenkapital (både i perioden og annualisert). 101 kunder (34 %) har tapt over 90 % av egenkapitalen, hvorav 48 kunder (16 %) har tapt hele egenkapitalen.
- Kundene har i sum tapt ca. MNOK 108 på trading gjennom Foretaket i perioden, tilsvarende i gjennomsnitt ca. NOK 360 000 per kunde. Dette beløpet inkluderer samlede omkostninger på ca. MNOK 74, hvorav ca. MNOK 62 har tilfalt Foretaket.
- Kundene har gjennomsnittlige annualiserte transaksjonskostnader på 52 % av gjennomsnittlig egenkapital i perioden de har vært aktive. Dette betyr at kundene i gjennomsnitt må oppnå en brutto gevinst på 52 % på sin CFD-/aksjetrading i løpet av et år bare for å gå "break even".
- Kundene har i snitt gjennomført 0,8 transaksjoner per dag i den perioden de har vært aktive.»

Finanstilsynet redegjør videre for funn etter gjennomgang av ca. 1 200 samtaler/sms mellom 15 av foretakets meglere og 60 av foretakets kunder, herunder hva gjelder foretakets investeringsrådgivning og foretakets opplysninger til kundene om avkastning.

Finanstilsynet konkluderer med at foretaket har vært en aktiv pådriver for kundenes hyppige og kortsiktige CFD-/aksjehandel, som har resultert i svært høye transaksjonskostnader og betydelig tap for kunden. Finanstilsynet mener på denne bakgrunn at foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 første ledd, og videre at foretaket har unnlatt å vurdere om de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen, er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 fjerde ledd og verdipapirforskriften § 10-16.

3.3 God forretningsskikk – markedsføring og opplysninger til kunder/potensielle kunder

Finanstilsynet opplyser at foretaket på tidspunktet for det stedlige tilsynet hadde 17 deltidsansatte kundekonsulenter, og at deres oppgave var å ringe potensielle kunder, basert på blant annet aksjonærutskrifter fra større børsnoterte selskaper, for å avtale møte med en av foretakets meglere. Finanstilsynet har hørt på lydopptak for fem av disse kundekonsulentene i perioden september 2015.

Finanstilsynet mener at alle disse fem kundekonsulentene i svært mange av samtalene gir unyanserte opplysninger om avkastning, risiko og oppnådde resultater. Finanstilsynet viste i varselet til flere sitater fra disse samtalene.

Finanstilsynets konklusjon er at foretakets markedsføring og opplysninger til kunder og potensielle kunder om risiko, og om foretakets oppnådde resultater, representerer brudd på god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 annet og tredje ledd med tilhørende forskrifter.

3.4 God forretningsskikk – vurdering av kunders kunnskap om og erfaring med FD

Finanstilsynet viser til at de har gjennomgått «Kundeavtale og skjema for egnethetstest» for 30 av foretakets CFD-kunder.

Finanstilsynet mener foretaket i sine egnethetsvurderinger har foretatt grove feilvurderinger ved å legge til grunn (i) at kunnskap og erfaring med aksjer er det samme som kunnskap og erfaring med CFDer på aksjer og indekser, og (ii) at dersom produktet CFD er vurdert som egnet for en kunde, så er per definisjon alle investeringsråd i CFD egnet for kunden.

Finanstilsynets konkluderer med at foretakets gjennomføring av egnethetstest for mange kunder har vært svært mangelfull og dermed i strid med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 fjerde ledd.

3.5 God forretningsskikk/håndtering av interessekonflikter – salg av aksjer i konsernselskaper

Finanstilsynets mener foretaket har vært en avgjørende bidragsyter i – og ytet investeringstjenester i tilknytning til – Nordic-konsernets omfattende og langvarige arbeid med å hente inn ekstern egenkapital og muliggjøre foretakets to gründere («Gründerne») sitt aksjesalg i TNG.

Finanstilsynet er herunder av den oppfatning at foretakets rolle i salget av TNG-aksjer har gått langt utover å «tipse om navn» og har omfattet ytelse av investeringstjenester til investorer i forbindelse med deres investering i TNG.

Finanstilsynet mener videre at foretakets ledelse og medarbeidere har hatt klare incentiver til å bistå i salget av konsernaksjer, og har slik Finanstilsynet ser det hatt et klart interessefellesskap med Gründerne.

Finanstilsynets konklusjon er at foretaket har ignorert sin plikt til å påse at kundenes interesser ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 første ledd, og videre unnlatt å gi relevante opplysninger, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko, og unnlatt å sørge for at all informasjon er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 annet og tredje ledd. Videre mener Finanstilsynet foretaket har mottatt vederlag fra andre enn kunden uten at kunden er gitt informasjon om vederlagets art og verdi i strid med verdipapirforskriften § 10-8 første ledd.

Etter Finanstilsynets vurdering har foretaket i tillegg overfor mange kunder gitt investeringsråd om kjøp av TNG-aksjer uten å vurdere om disse investeringene er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 fjerde ledd.

Det er videre Finanstilsynets konklusjon at foretaket i forbindelse med sin befatning med salg av TNG-aksjer ikke har identifisert eller håndtert de åpenbare interessekonfliktene mellom, på den ene siden foretaket og dets medarbeidere, hovedeiere og styremedlemmer, og på den andre siden foretakets kunder, jf. vphl. §§ 10-10 første ledd og 9-11 første ledd nr. 2.

De ovenstående bruddene på sentrale bestemmelser i verdipapirhandelloven og tilhørende forskrifter er etter Finanstilsynets vurdering både alvorlige og systematiske.

3.6 Compliancefunksjonen og styret og ledelsens ansvar

Finanstilsynets mener også at foretaket ikke har sørget for å ha en compliancefunksjon med nødvendig autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, jf. verdipapirforskriften § 9-8.

Finanstilsynets mener videre at foretakets styre og ledelse ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med sentrale områder av foretakets virksomhet, jf. verdipapirforskriften § 9-12.

3.7 Forholdsmessighet

Finanstilsynet redegjør for sin forholdsmessighetsvurdering og konkluderer med at tilbakekall av alle foretakets tillatelser er en egnet og nødvendig reaksjon.

4. KLAGERS ANFØRSLER

4.1 Innledning

I klagen 2. februar 2017 anmoder foretaket om at Finanstilsynets vedtak om tilbakekall av foretakets tillatelser for samtlige investeringstjenester oppheves. Subsidiært ber klager om at vedtaket endres ved at kun tillatelser til investeringsrådgivning jf. vphl. § 2-1 første ledd nr. 5, og tilknyttet tjeneste jf. vphl. §-2-1 annet ledd nr. 5, trekkes tilbake, slik at foretaket kan videreføre virksomheten for megling og korporatetjenester.

Klager opplyser at det i klagen krysshenvises til tilsvaret og eventuelle andre relevante dokumenter for å unngå at klagen blir unødvendig omfangsrik.

4.2 Vurdering av foretakets handel med CDF og aksjer

Klager anfører blant annet at det er svakheter i Finanstilsynets beregningsgrunnlag, og påpeker at dersom beregningsgrunnlaget som legges til grunn for Finanstilsynets slutninger er feil eller gir et overdrevent negativt bilde av virksomheten, gir det feil faktum for den etterfølgende rettslige subsumpsjon og årsak til feil rettsanvendelse.

Klager viser til omfattende redegjørelser for disse anførselene i tilsvaret, hvorav enkelte oppsummeres i klagen. Herunder har klager innsigelser til Finanstilsynets annualisering, bruk av gjennomsnittstall, betydningen av selvbetjent handel, at Finanstilsynet ikke ensidig kan se på kundens tap og kostnader i prosent av egenkapital, men også mot eksponert beløp, samt at det i Finanstilsynets beregninger ikke er tatt høyde for at kundetap skyldes markedsforhold.

Klager mener videre at transaksjonshyppighet som parameter ikke er avgjørende mht. kundens sannsynlighet for tap/gevinst i en handel, og redegjør nærmere for denne anførselen.

Klager opplyser også at foretakets investeringsanbefalinger er basert på momentum-modeller kombinert med fundamentale analyser utarbeidet av foretakets analytikere, og at teknisk analyse i særlig grad er basert på å ta kortsiktige posisjoner for å ta ut gevinst på mindre bevegelser i markedet, enten det er kursoppgang eller nedgang. Klager har innhentet egne beregninger for å angi i hvilken utstrekning meglerne følger foretakets analyser.

4.3 Markedsføring og opplysninger til kunder/potensielle kunder

Klager opplyser at foretaket tar Finanstilsynets kritikk om kundekonsulentenes «...unyanserte uttalelser opplysninger om avkastning, risiko og oppnådde resultater» alvorlig, men opprettholder sin anførsel om at eventuelle svakheter knyttet til innledende kundeprospekteringsamtaler skal ha blitt rettet opp i etterfølgende kundesamtale med megler.

4.4 Vurdering av kunders kunnskap om og erfaring med CFD

Klager er av den oppfatning at foretaket har foretatt forsvarlig egnethetsvurdering av kundene, og redegjør for dette.

4.5 Vurdering av handel med konsernaksjer

Klager bemerker blant annet at Finanstilsynet og foretaket er klart uenige om rekkevidden av den rolle foretaket har hatt i forbindelse med omsetning av konsernaksjer, og foretaket fastholder at dets ansatte i all hovedsak har opptrådt i henhold til tipsagentavtalen, og at det ikke er ytt investeringstjenester knyttet til transaksjoner som involverer aksjer i TNG.

Klager redegjør nærmere for foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer, herunder at formålet med tipsagentavtalen var å sette investorer i kontakt med Gründerne, og at dette skulle foregå i et begrenset omfang, og ikke i form av en bred aktivitet blant meglere.

Klager gir uttrykk for at Finanstilsynet i stor grad synes å ha støttet sine slutninger om foretakets antatte rolle i omsetning av TNG-aksjer på et utdrag fra samtaler med investorer, og opplyser at klager har analysert de samme samtalene, og etter klagers oppfatning viser samtalene gjennomgående at det har vært liten forutgående kontakt mellom megler og investor.

Klager er av den oppfatning at ren møtebooking ikke representerer ordreformidling, og foretakets meglere ble ifølge klager instruert om å begrense sin kommunikasjon til møtebooking. Klager redegjør nærmere for anførselen om at det heller ikke er ytet investeringsrådgivning i tilknytning til salg av aksjer i morselskapet TNG.

Klager presiserer at det er Gründerne som har presentert investeringsmuligheten i TNG for de potensielle investorene, fulgt opp i etterkant av møtene og stått for salget av TNG-aksjer. Klager mener derfor det er Gründerne som har hatt ansvaret for verdsettelsen og de vurderingene som ligger til grunn for denne, og at foretaket heller ikke var forpliktet til å gi informasjon om vederlag mottatt fra andre enn kunden, jf. verdipapirforskriften § 10-8, ettersom foretakets meglere ikke har ytet investeringstjenester i forbindelse med omsetning av TNG-aksjene.

4.6 Compliance og styrets og ledelsens ansvar

Klager bestrider ikke at det har forekommet enkelte uønskede hendelser, men mener Finanstilsynets konklusjon om at compliancefunksjonen ikke hadde den nødvendige autoritet, ekspertise og ressurser til å sikre effektiv kontroll, er feil. Klager viser primært til grundig redegjørelse i tilsvaret, men gir i klagen enkelte ytterligere kommentarer til vedtaket.

Klager anfører videre at Finanstilsynet stiller svært detaljerte krav til måleverktøy som går utover de lovmessige krav som fremgår av relevant regelverk. Klager opplyser at kontrollvirksomheten har blitt behørig rapportert til styret hvert kvartal av selskapets compliancefunksjon, og at foretaket i tillegg har kontrollrutiner gjennom Saxo Banks handelsplattforms rapporteringssystem som ifølge klager i stor grad tilfredsstiller fastsatte kontrollbehov.

Når det gjelder rollen som tipsagent, informerer klager at foretaket og dets styre er av den oppfatning at man har vært tilstrekkelig varsom i sin rolleutførelse, og det vises til nærmere redegjørelse i tilsvaret.

4.7 Forholdsmessighetsvurderingen

Klager mener at Finanstilsynets forholdsmessighetsvurdering fremstår mer som en repetering av Finanstilsynets funn enn en reell forholdsmessighetsvurdering, og videre at foretakets omfattende forbedringstiltak ikke fremstår som reelt vurdert. Klager viser herunder til tidligere tilsynssaker og hensynet til likebehandling, samt annet forvaltningspraksis.

Når det gjelder hensynet til kundene, bemerker foretaket at det ikke har vært noen større kundeflukt fra foretaket.

Klager anfører videre at Finanstilsynet heller ikke i tilstrekkelig grad har vurdert konsekvensene av fullstendig tilbakekall, herunder tap av arbeidsplasser og kundenes investering, og at foretakets oppfatning er at Finanstilsynet har flere alternative sanksjoner som i like stor grad ville ivarettatt markedsaktørenes tillit og hindre muligheten for fremtidige overtredelser, herunder delvis tilbakekall eller pålegg iht. finanstilsynslovens § 4

5. FINANSTILSYNETS MERKNADER TIL KLAGEN

Finanstilsynet oversendte saken til departementet ved brev 17. februar 2017. I oversendelsesbrev kommenterer Finanstilsynet enkelte av de anførsler som er gjort gjeldende i klagen, herunder om beregninger og beregningsgrunnlaget, forholdsmessighetsvurderingen, angivelig brudd på taushetsplikt, compliancefunksjonen og foretakets rolle i omsetningen av konsernaksjer.

6. DEPARTEMENTETES VURDERING

6.1 Utgangspunkt

Saken gjelder klage over Finanstilsynets vedtak om å kalle tilbake foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester med hjemmel i vphl. § 9-4 første ledd nr. 4.

Klager krever prinsipielt at vedtaket oppheves i sin helhet, og subsidiært at vedtaket omgjøres til kun å omfatte tilbakekall av tjenestene investeringsrådgivning og tilknyttet tjeneste som nevnt i vphl. § 2-1 annet ledd nr. 5, slik at foretaket kan videreføre investeringstjenestene mottak og formidling av ordre, utførelse av ordre på vegne av kunde, tilrettelegging og tilknyttet tjeneste som nevnt i vphl. § 2-1 annet ledd nr. 3.

Klager har bestridt både de rettslige og faktiske sidene i saken. Klager anfører også at det er feil i utøvelsen av det forvaltningsmessige skjønnet i vedtaket, og at vedtaket ikke er tilstrekkelig begrunnet.

I tillegg har foretaket i klagens punkt 9 fremsatt anførsel om saksbehandlingsfeil i form av brudd på taushetsplikten etter finanstilsynsloven § 7 ved at Finanstilsynet kontaktet i alt ni enkeltkunder som ledd i tilsynet. Samme anførsel er gjentatt og utdypet i brev 11. april 2017 fra Advokatfirmaet Simonsen Vogt & Wiig på vegne av morselskapet TNG, der det også anføres at forholdet utgjør en saksbehandlingsfeil ved manglende kontradiksjon. Det fremsettes der også enkelte ytterligere anførsler knyttet til saksbehandlingen, i form av flere angivelige brudd på taushetsplikten, samt elementer ved Finanstilsynets begrunnelse. Anførselene om brudd på taushetsplikten utdypes i brev fra Advokatfirmaet Elden på vegne av morselskapet TNG, mottatt 20. juni 2017, og det gjøres gjeldende at en navngitt saksbehandler hos Finanstilsynet var inhabil, jf. forvaltningsloven § 6, noe det hevdes ikke kan repareres ved full overprøving i klageinstansen.

Så langt departementet kan se er de fleste av disse saksbehandlingsanførselene enten senere trukket tilbake av foretaket, eller besvart av Finanstilsynet, herunder i Finanstilsynets brev 4. mai 2017 som departementet har tatt til etterretning. Uavhengig av dette har departementet ved sin behandling av klagen foretatt en full ny vurdering av de faktiske, rettslige og skjønnsmessige sider av saken innenfor klagesakens rammer, og har valgt å foreta en realitetsavgjørelse i klagesaken, jf. forvaltningsloven § 34 annet ledd første og annet punktum. Ved at en full ny vurdering av alle sakens sider er foretatt hos klageinstansen med realitetsavgjørelse til følge, vil de anførte klagegrunner mot Finanstilsynets saksbehandling ikke ha selvstendig betydning for bedømmelsen av rettmessigheten av Finanstilsynets vedtak og dermed klagesakens utfall, jf. forvaltningsloven § 41. På denne bakgrunn finner departementet ikke grunn til å gå nærmere inn på disse klagegrunnene i begrunnelsen i dette vedtaket. Det presiseres imidlertid at departementet ved behandlingen av saken har vært oppmerksom på klagegrunnene fra foretaket og de synspunkter som er fremmet av TNG.

Hva gjelder anførselen om inhabilitet hos navngitt saksbehandler hos Finanstilsynet som ledet det stedlige tilsynet, jf. forvaltningsloven § 6, og som nærmere utdypet i brev fra Advokatfirmaet Elden mottatt 20. juni 2017, vil departementet legge til at anførselen om inhabilitet er vurdert, men at den ikke kan føre frem, idet departementet ikke kan se at det under saksbehandlingen for Finanstilsynet forelå «særegne forhold (...) som er egnet til å svekke tilliten til hans upartiskhet» hos noen i Finanstilsynet. At det i klageprosessen for departementet er fremsatt inhabilitetsinnsigelse mot saksbehandleren endrer heller ikke dette. Det er etter departementets vurdering derfor ikke behov for å gå inn på spørsmålet som reises av morselskapet, om eventuell inhabilitet hos en saksbehandler som opptrådte i saksforberedelsen for Finanstilsynet, kan repareres ved en fullstendig klagesaksbehandling med realitetsavgjørelse til følge.

6.2 Vurdering av om det foreligger overtredelser og av overtredelsens karakter

6.2.1 Innledning

Det følger av vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 at Finanstilsynet kan tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket «foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov».

Departementet bemerker at vurderingen av om overtredelsene er «alvorlige», vil bero på en helhetlig vurdering av vedkommende overtredelser, der overtredelsens art, grovhet og varighet tillegges vekt. Ved vurderingen av om overtredelsene er «systematiske», vil det være avgjørende om overtredelsene opptrer etter et visst mønster eller for øvrig kan sees i sammenheng, eller om de fremstår som enkeltstående hendelser.

6.2.2 God forretningsskikk

i) Rettslig utgangspunkt

God forretningsskikk og ivaretagelse av kundens interesser

Ifølge vphl. § 10-11 første ledd skal verdipapirforetak «utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk», og foretaket skal herunder påse at «kundenes interesser [...] ivaretas på beste måte». Dette er en generell norm som gjelder verdipapirforetakets virksomhet som sådan. Bestemmelsen har til formål å sikre at kundenes interesser ivaretas på beste måte, samtidig som den skal sikre tilliten til det enkelte verdipapirforetak spesielt og verdipapirmarkedet generelt.

Det følger videre av vphl. § 10-11 første ledd at verdipapirforetaket, for å utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk, skal «ellers oppfylle de krav som følger av denne paragrafen, eller av forskrifter gitt i medhold av denne paragrafen», jf. § 10-11 annet ledd flg.

Egnehetsvurdering

Det følger av vphl. § 10-11 fjerde ledd jf. verdipapirforskriften § 10-16 at verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning, skal innhente «nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområde, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål», for å sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende. I dette ligger det en forutsatt plikt til å avstå fra å anbefale produkter som ikke er egnet for den enkelte kunde.

Investeringsrådgivning er definert som «personlig anbefaling til en kunde, på kundens eller verdipapirforetakets initiativ, om en eller flere transaksjoner i forbindelse med bestemte finansielle instrumenter», jf. vphl. § 2-4 første ledd.

Slik rådgivningsvirksomhet skal, i likhet med verdipapirforetakets virksomhet for øvrig, utøves i samsvar med god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 første ledd.

Informasjonsplikt

Etter vphl. § 10-11 annet ledd er et verdipapirforetak forpliktet til å gi «opplysninger i en forståelig form» om blant annet «omkostninger og gebyrer» og finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier, slik at kunden i «rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til

investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning».

Det følger videre av vphl. § 10-11 tredje ledd at verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er «korrekt, klar og ikke villedende», og at «markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan».

ii) Konkret vurdering - ivaretagelse av god forretningsskikk ved CFD-/aksjehandel

Egnethetsvurdering

En relativt stor del av investeringsrådgivningen fra foretaket har omhandlet investering i såkalte «contracts for difference» (CFD). CFD er en avtale mellom kjøper og selger hvor gevinster og tap avhenger av forholdet mellom kursen på et underliggende på tidspunktet kontrakten blir henholdsvis åpnet og lukket.

Det er en rekke grunner til at investering i CFDer er risikofylt. For det første innebærer mulighet for handel på lave marginer risiko for å tape mer enn opprinnelig investert kapital selv på relativt små kursbevegelser på underliggende. Tilsvarende forstørres også gevinster ved kursoppgang.

Volatilitet i underliggende kurser sammen med marginhandelen kan videre innebære store og hurtige endringer i investors posisjon, noe som krever tett oppfølging av investeringene. Det påløper typisk også finansieringskostnader for den delen av investeringen som ikke er dekket av marginkravet, for å holde posisjoner åpne over tid. I sum innebærer dette at CFDer kan være mindre egnet enn direkte eierskap i den underliggende eiendelen, dersom målet er å ta langsiktige posisjoner.

Flere ulike kostnadselementer gjør at den samlede kostnadsstrukturen i instrumentet de facto kan være komplekst å forstå for ikke-profesjonelle investorer, herunder hvilken effekt akkumulerte kostnader har på avkastningspotensialet.

I advarsel til investorer fra Den europeiske verdipapirtilsynsmyndighet (ESMA) fra februar 2013, og som vist til og dels gjentatt i ny advarsel fra juli 2016, skriver ESMA at CFDer er svært risikable produkter som generelt ikke er egnet for ikke-profesjonelle investorer. En bør ifølge ESMA bare investere i produktet dersom en ønsker å spekulere, spesielt i kortsiktige svingninger, eller for sikringsformål i en eksisterende portefølje. Videre skriver ESMA at slik investering krever betydelig erfaring i verdipapirhandel, spesielt i volatile markeder, og evne til å bære potensielle tap. ESMA viser også til at kostnadene kan være komplekse å beregne, og advarer om at kostnadene kan overstige bruttogeinsten fra en handel. Departementet bemerker at den aktuelle advarselen i utgangspunktet er rettet mot egenhandel i CFDer, men at beskrivelsen av egenskapene ved selve produktet må kunne anses relevant også når det ytes investeringsrådgivning.

Ifølge Finanstilsynets vedtak er det kun 5 av 30 kunder i det definerte «Utvalget» (omtalt ovenfor i punkt 3.2.) som har oppgitt å ha erfaring med CFDer, mens ytterligere 21 kunder har oppgitt å ha erfaring med aksjer. Videre konstaterer tilsynet etter gjennomgang av kundeavtale og egnethetstest for 30 av foretakets øvrige CFD-kunder, at 22 av disse kundene ikke har noen erfaring med de aktuelle produktene (CFD, shorthandel, warrants og opsjoner).

Finanstilsynet skriver at foretaket feilaktig synes å ha lagt til grunn at kunnskap og erfaring med aksjer er det samme som kunnskap og erfaring med de CFDer foretaket konsentrerer sin rådgivning om (CFDer på aksjer og indekser).

Klager kommenterer at det ikke er riktig at foretaket likestiller erfaring med aksje med erfaring med CFD, men at «[e]gnethetsvurderinger forutsetter at megler vurderer alle de relevante kriterier som er angitt i vpf. § 10-16» og at «[d]ersom foretaket finner at kunden ikke har den nødvendige erfaring med det aktuelle produktet (herunder derivater/CFD) sørger Nordic for å gi kunden tilstrekkelig informasjon og opplæring».

Med utgangspunkt i beskrivelsen av ovennevnte egnethetstester og observasjoner i Utvalget, og sett i lys av omfanget av CFD-handel i foretaket og kundesegmentet foretaket har henvendt seg mot, finner departementet det sannsynlig at mange av foretakets kunder ikke har hatt tilstrekkelig kunnskap og erfaring med CFDer eller øvrig relevant kunnskap til å anses egnet for slik handel. Dette understøttes også av Finanstilsynets beskrivelse, basert på gjennomgang av et betydelig antall kundesamtaler, av at mange av kundene gjennomgående synes å forstå svært lite av CFDers egenskaper og risiko, eller hvilken negativ effekt kostandene knyttet til den kortsiktige CFD-handelen har på kundens mulighet til å oppnå tilfredsstillende avkastning.

Til foretakets anførsel om informasjon og opplæring bemerker departementet at standardisert informasjon om finansielle instrumenter og investeringsstrategier gitt i henhold til informasjonskravene i verdipapirhandelloven, i utgangspunktet ikke vil avhjelpe manglende egnethet. Om et produkt etter en konkret opplæring likevel kan anses som egnet for vedkommende kunde, må i tilfellet baseres på en etterfølgende, dokumentert egnethetsvurdering. Departementet finner ingen støtte i faktum for at foretaket har gitt slik opplæring og vurdering, og uansett ikke i et omfang av betydning.

Departementet finner på denne bakgrunn at foretaket har overtrådt reglene i vphl. § 10-11 fjerde ledd jf. verdipapirforskriften § 10-16 om egnethetsvurdering, og at overtredelsene er alvorlige og systematiske.

Investeringsrådgivning, kostnader mv.

I vedtaket konkluderer Finanstilsynet med at foretaket har vært en aktiv pådriver for hyppige og kortsiktige CFD-/aksjehandler for kundene. Finanstilsynet mener at dette har resultert i svært høye kostnader og betydelige tap for kundene, og at foretaket ved dette alvorlig og systematisk har brutt bestemmelser i verdipapirhandelloven om god forretningsskikk.

I klagen punkt 5.2 redegjør foretaket for hvorfor de mener at de tall og parametere som Finanstilsynet har benyttet i beregningene, og som ligger til grunn for Finanstilsynets slutninger, er feil eller misvisende, og gir et skjevt og overdrevent negativt bilde av foretakets meglingsvirksomhet.

I tillegg til konkrete anførsler mot Finanstilsynets beregningsgrunnlag anfører klager på overordnet nivå at Finanstilsynet ikke har påvist en logisk og nødvendig sammenheng mellom transaksjonshyppighet og tap/gevinst.

Departementet viser til at Finanstilsynet har beregnet handelsresultater, transaksjonskostnader, handelshyppighet og posisjonsvarighet for 30 av foretakets kunder («Utvalget») for perioden januar 2014 til desember 2015. I tillegg har Finanstilsynet beregnet handelsresultater, transaksjonskostnader og handelshyppighet for de 300 største kundene. Tilsynets utvalg, beregninger og beregningsgrunnlag er nærmere omtalt ovenfor i punkt 3.2, og oppsummert som følger:

De 300 største kundene har tapt 108 mill. kroner i perioden januar 2014 til desember 2015 («perioden»), hvorav 74 mill. kroner utgjør kostnader. Gjennomsnittlige annualiserte kostnader for disse 300 kundene er på 52 pst. av gjennomsnittlig egenkapital i perioden de har vært aktive, og kundene har gjennomført 0,8 transaksjoner per dag i samme periode. Videre har 270 av 300 av disse kundene tapt på CFD-/aksjehandel gjennom foretaket i perioden, og disse har tapt i gjennomsnitt 68 pst. av innskutt egenkapital, både absolutt i perioden og annualisert.

De 30 kundene i Utvalget har hatt en brutto avkastning på 1 mill. kroner, men en netto avkastning (etter kostnader) på minus 14,2 mill. kroner i perioden. Gjennomsnittlige annualiserte kostnader for disse kundene er 69 pst. av gjennomsnittlig egenkapital i perioden de har vært aktive.

Departementet mener at tilsynets beregninger indikerer at en betydelig del av kundenes tap i perioden har kommet som et resultat av høye transaksjonskostnader, som igjen i stor grad skyldes hyppige handler, og at dette handelsmønsteret ikke har vært i kundens beste interesse.

Til klagers anførsler om beregningsgrunnlag og -metodikk bemerker departementet innledningsvis at Finanstilsynet nødvendigvis må gjennomføre sin tilsynsvirksomhet ved hjelp av stikkprøver og undersøkelse av utvalgte kundeforhold, handler mv., og ikke ved en fullstendig gjennomgang av alle kundeforhold hos tilsynsobjektene. Det er videre rasjonelt at slik tilsynsvirksomhet gjennomføres med utgangspunkt i en risikovurdering, slik at tilsynsvirksomheten konsentreres om forhold der det anses mer sannsynlig at det kan forekomme regelverksbrudd. Det er heller ikke slik departementet ser det nødvendig å gjennomgå et fullt statistisk representativt utvalg for å kunne avgjøre om det foreligger brudd på relevante bestemmelser, da bestemmelsene skal overholdes i et hvert tilfelle, og i et hvert kundeforhold. Få, grove enkeltbrudd kan være tilstrekkelig til å konstatere alvorlige overtredelser. Imidlertid vil det være slik at dess mer representativt et utvalg kan sies å være, dess bedre grunnlag vil det være for å avgjøre om en praksis kan sies å ha vært systematisk. Etter departementets vurdering gir beregninger basert på de 30 kundene i Utvalget og de 300 største kundene, et tilstrekkelig representativt bilde av virksomheten i foretaket i den aktuelle perioden.

Departementet mener videre det er relevant å vurdere gjennomsnittsbetraktninger av bl.a. nivået på tapene, kostnadene og transaksjonshyppigheten. Gjennomsnittstall kan i enkelte tilfeller gi et så skjevt bilde at tallet ikke lenger er relevant, for eksempel i tilfeller der noen få ekstremobservasjoner trekker gjennomsnittet i en bestemt retning. Det er imidlertid slik departementet ser det ikke grunnlag for å si at det er tilfellet i denne saken.

Etter departementets oppfatning er annualiserte tallstørrelser relevante for å sammenligne tap som har oppstått over perioder av ulik varighet, selv om det som anført av foretaket, kan være ulike absolutte nivåer på tapene for kunder som har handlet i ulike perioder. Finanstilsynets

beregninger viser for øvrig de prosentvise tapene både i absolutt og annualisert form, samt samlet tap i perioden. Departementet kan uansett ikke se at det vil ha materiell betydning for de vurderinger som skal gjøres, om en legger absolutte beregninger fremfor annualiserte beregninger til grunn.

Departementet mener det er relevant å se på tap og kostnader i prosent av innskutt egenkapital, selv om det for CFD-handel er et potensielt større beløp (når det tas hensyn til marginhandel) som kan gi prosentuell avkastning. Sammenligning av tap og kostnader med nivået på innskutt kapital er bl.a. illustrerende for å få et begrep om hvilken avkastning som må til for at investor ikke taper på sin investering. Departementet viser videre til at marginhandel i CFDer ikke bare gir høyere beløp som grunnlag for avkastning, men også for prosentuelle tap, og at det økte avkastningspotensialet motsvares av økt risiko i tillegg til finansieringskostnader. Departementet nevner for øvrig at en fremstilling med utgangspunkt i innskutt egenkapital også benyttes i ESMA's advarsel mot handel av CFD fra februar 2013.

Departementet enig i at anbefaling av kortsiktige posisjoner i CFDer ikke nødvendigvis i seg selv er uegnet i et hvert tilfelle. Risikoen, kompleksiteten og kostnadene som omtalt over, understreker imidlertid behovet for svært god kvalitet i investeringsrådgivningen, og innebærer som nevnt at dette produktet er egnet for en snevrere krets av investorer enn det direkte aksjehandel er. ESMA skriver også i sin advarsel til investorer om CFDer fra februar 2013, at produktet først og fremst er egnet for spekulativ handel eller for sikringsformål i en bredere portefølje hos mer profesjonelle investorer.

Departementet bemerker videre at det ved vurderingen av om et råd er egnet og i samsvar med god forretningsskikk, må tas hensyn til de kostnader som påløper for kunden dersom rådet følges. Som beskrevet i tidligere vedtak, går det en grense for hvor mye avkastningspotensialet kan reduseres på grunn av kostnader, sammenliknet med andre produkter som også er egnet til å oppfylle kundens investeringsmål.

Departementet viser også til kommisjonsdirektiv 2006/73/EF¹ fortalen punkt 57, som gir uttrykk for at «en serie transaksjoner som hver for seg og isolert sett er egnet, kan være uegnet dersom anbefalingen eller beslutningene om å handle blir foretatt med en hyppighet som ikke er i kundens beste interesse».

Departementet mener at det uavhengig av om kostnadene per transaksjon isolert sett ikke er uforholdsmessige høye, vil være relevant å vurdere de samlede kostnadene for de aktuelle kundene over den aktuelle perioden når en skal vurdere om investeringsrådene har vært egnet. Som lagt til grunn i tidligere vedtak, er det ikke tvilsomt at transaksjonskostnadene øker med hyppigheten i handelen, mens virkningen på forventet avkastning er mer uklar. I sum innebærer dette at en investeringsstrategi basert på hyppige handler kan innebære at utsiktene til positiv netto avkastning (etter kostnader) reduseres.

I tillegg til hyppigheten av handle og kostnader som påløper ved slik handel, er det slik departementet ser det av betydning å vurdere grunnlaget for anbefalingene, da dette grunnlaget forutsetningsvis vil ha betydning for den forventede avkastningen kunden skal oppnå ved å påta seg de ekstra kostnadene. Departementet legger til grunn at dess høyere

¹ Kommisjonsdirektiv 2006/73/EF av 10. august 2006 om gjennomføring av europaparlaments- og rådsdirektiv 2004/39/EF med hensyn til organisatoriske krav til og vilkår for drift av verdipapirforetak samt definisjon av begreper for nevnte direktivs formål.

kostnadene blir for kunden som følge av investeringsråd som medfører hyppige transaksjoner, dess mer skal det til for å sannsynliggjøre at den serien av transaksjoner som følger av foretakets rådgivning, faktisk er egnet for kunden over den for kunden relevante investeringshorisont. Det er for øvrig ikke noe krav om at det må være en på forhånd fastlagt strategi fra foretakets side for at en serie av transaksjoner skal bli vurdert som uegnet.

Departementet viser til at Finanstilsynet basert på gjennomgang av 1 200 samtaler og sms mellom 15 (av 27) av foretakets meglere og til sammen 60 kunder i utvalgte perioder i 2014 og 2015, konkluderte at kundene i stor grad passivt har fulgt rådene som har blitt gitt, at investeringsrådgivningen har vært planløs og ustrukturert, og i stor grad (beregnet til 72 pst. av tilfellene) ikke har vært dekket av foretakets egen analyseavdelings anbefalinger, samt at meglerne har gitt kortsiktige investeringsråd og oppfordret til hyppige transaksjoner. Finanstilsynet legger i vedtaket til grunn at dette bildet også er representativt for et stort antall av foretakets øvrige kunder.

Klager bestrider at investeringsrådgivningen har vært planløs og ustrukturert, og anfører at deres egne beregninger viser at om lag 60 pst. av anbefalingene som gis, er dekket av analyseavdelings anbefalinger, og at det ikke er unaturlig at kundene fremstår som lyttende i en investeringsrådgivningssituasjon. Videre mener foretaket at samtaleutdragene tilsynet har referert, ikke tegner et riktig bilde av realiteten.

Etter departementets oppfatning har utdragene fra kundesamtaler utsagnskraft for en ikke ubetydelig del av foretakets virksomhet, og disse samtalene underbygger oppfatningen om at kunder relativt hyppig blir rådet til å gå ut og inn av samme posisjon i samme verdipapir flere ganger i løpet av korte perioder. Videre er det eksempler på at megler anbefaler salg eller kjøp på tvers av tidligere råd gitt til samme kunde kort tid i forveien, for eksempel salg av et verdipapir på betydelig lavere kurs enn kursmålet som ble oppgitt som grunnlag for å kjøpe det samme papiret og holde det over noe tid. Det vises blant annet til at av de 15 meglernes samlede råd som Finanstilsynet har notert seg i periodene, var 31 pst. tilfeller med både kjøpsanbefaling og salgsanbefaling i samme aksje/indeks/råvare innenfor samme dag, og tilsvarende for 46 pst. av tilfellene innenfor to dager.

Uavhengig av om strategien isolert sett er forankret i foretakets analyser, mener departementet det med grunnlag i vurderingen av en handelsstrategi basert på hyppige transaksjoner som beskrevet over, samt det fremlagte tallmaterialet og beregningsgrunnlaget, er påvist at høye kostnader for foretakets kunder i vesentlig grad reduserer avkastningspotensialet, og herunder at risikoen ikke i tilstrekkelig utstrekning avspeiles i potensialet for gevinst etter kostnader. Selv om marginhandel og tilhørende finansieringskostnader bidrar til å øke kostnadene som andel av innskutt beløp, finner departementet det sannsynlig, basert på ovennevnte, at en vesentlig faktor for å forklare de høye kostnadene, er at kostnadene har blitt akkumulert som følge av hyppige handler. Departementet kan herunder ikke se at kundenes tap i vesentlig grad kan forklares av negativ markedsutvikling, heller enn akkumuleringen av kostnader.

Når det gjelder klagers anførsler om beregningsgrunnlaget, viser departementet til ovenstående kommentarer, og bemerker at de eksakte tallene og prosentandelene ikke har vært avgjørende for departementets materielle vurderinger, men at tallmaterialet i kombinasjon med opplysninger om forutsetninger og beregningsmåte, gir et tilstrekkelig grunnlag for vurderingene.

Departementet bemerker at den enkelte investor på egenhånd kan forfølge en strategi basert på hyppige transaksjoner mv., og at verdipapirforetak kan utføre investeringstjenestene nr. 1 (mottak og formidling av ordre) og nr. 2 (utførelse av ordre), jf. vphl. § 2-1 første ledd, for en kunde som selv forfølger en slik strategi, forutsatt at verdipapirforetaket oppfyller øvrige forpliktelser etter lov og forskrift. Departementet kan imidlertid ikke se at det fra Finanstilsynet eller foretaket er fremlagt opplysninger som tilsier at slik «selvbetjent» handel har vært av et omfang som i vesentlig utstrekning påvirker de fremlagte tallene over tap, kostnader og omsetningshastighet som omtalt over.

Det synes ikke bestridt av klager at kundene ofte passivt følger meglers investeringsråd. Departementet er enig i at dette ikke i seg selv behøver være negativt forutsatt at foretaket anbefaler investeringstjenester og finansielle instrumenter som er egnet. Passiviteten understøtter imidlertid slik departementet ser det at kundene i stor grad tillitsfullt følger foretakets investeringsråd, og at tallmaterialet om omsetningshastighet, kostnader og tap i betydelig utstrekning er representativt for investeringsrådgivningen ytt av foretaket.

Departementet finner på denne bakgrunn at foretaket har opptrådt i strid med god forretningsskikk ved å gi uegnede investeringsråd i strid med vphl. § 10-11 første ledd jf. § 10-11 fjerde ledd og verdipapirforskriften § 10-16, og at overtredelsene er alvorlige og systematiske.

Markedsføring

Departementet viser til at foretaket på tidspunktet for det stedlige tilsynet hadde 17 deltidsansatte kundekonsulenter som hadde i oppgave å ringe potensielle kunder, basert på bl.a. aksjonærutskrifter fra de større børsnoterte selskapene, for å avtale møte med en av foretakets meglere. Finanstilsynet har hørt på lydopptak for fem av disse kundekonsulentene i september 2015. Ifølge Finanstilsynet gir alle disse kundekonsulentene i svært mange av samtalene unyanserte opplysninger om avkastning, risiko og oppnådde resultater, og utvalgte sitater er gjengitt i varselet.

Slik departementet ser det vil all informasjon til potensielle kunder i pre-salgfasen, uavhengig av om den er skriftlig eller muntlig, være omfattet av kravet til «korrekt, klar og ikke villedende» jf. vphl. § 10-11 tredje ledd. Foretaket synes i klagen å være enig i dette utgangspunktet, men opprettholder anførselen om at eventuelle svakheter har blitt «rettet opp» i etterfølgende kundesamtale med megler, og at disse samtalene også må sees i sammenheng med at foretaket har gitt «fyllestgjørende skriftlig dokumentasjon om risiko mv. til kunden ifm kundeetablering» som redegjort for i klagen.

Departementet bemerker at dersom foretaket markedsfører opplysninger om historiske resultater, må disse være korrekte og ikke villedende. Dette innebærer slik departementet ser det at informasjonen må fremstå rimelig balansert, og at den under enhver omstendighet ikke kan være direkte feil. Departementet finner det sannsynlig at dette ikke var tilfellet for den informasjonen som ble gitt om avkastning fra foretakets kundekonsulenter, og at foretaket på denne bakgrunn har overtrådt vphl. § 10-11 tredje ledd.

Departementet presiserer at villedende markedsføring er å anse som overtredelse av vphl. § 10-11 tredje ledd uavhengig av hva som blir gitt av informasjon i etterkant, men at senere informasjon vil kunne innvirke på vurderingen av overtredelsens konsekvenser. Uriktig og

villedende informasjon gitt i innledende samtaler med kundekonsulenter, vil forutsetningsvis ligge som et kunnskapsgrunnlag og predisponere for investeringsvalg i det en kunde går i videre inn i prosess med foretaket. Utlevering av skriftlig, standardisert materiale vil slik departementet ser det ikke nødvendigvis anses å «rette opp» i slike overtredelser, selv om den skriftlige informasjonen isolert sett ikke er feilaktig. Basert på tilsynets oppsummering/overordnede inntrykk av 1 200 kundesamtaler/sms'er med meglere som nærmere omtalt ovenfor, finner departementet det sannsynlig at heller ikke informasjonen som ble gitt kundene i meglersamtaler i etterkant, var av en art som veiet opp for den villedende markedsføringen.

Departementet finner på denne bakgrunn av overtredelsene av vphl. § 10-11 tredje ledd er systematiske og alvorlige.

Informasjon om negativ resultatutvikling

Det synes ikke å være bestridt at meglerne ikke har vært proaktive med å informere kundene om negativ resultatutvikling i porteføljen. Klager mener dette må sees i sammenheng med at de samme kundene har hatt tilgang til sine handelsopplysninger hos Saxo Bank, herunder per transaksjon og over handelsporteføljen, og viser videre til at mange kunder også aktivt har logget seg inn på handelskontoen.

Departementet finner det ikke nødvendig å ta stilling til de nedre grensene for verdipapirforetaks plikt å informere om utviklingen av porteføljen ved løpende investeringsrådgivning, men finner i likhet med Finanstilsynet at det å fremheve enkeltgevinster og samtidig holde tilbake opplysninger om både enkelttap og akkumulerte tap, i praksis gir klart misvisende informasjon og bidrar til å tilsløre risikoen ved den aktuelle handelsstrategien. Det er dermed ikke gitt at kundene ville opptrådt likt dersom de hadde fått all relevant informasjon fra megler i forbindelse med investeringsrådgivningen, og muligheten til å fatte en informert investeringsbeslutning, jf. vphl. § 10-11 annet ledd, reduseres.

Basert på tilsynets oppsummering/overordnede inntrykk av de 1200 kundesamtalene/sms-ene med meglere som nærmere omtalt ovenfor, finner departementet det sannsynlig at fremhevning av gevinst og tilbakehold av opplysninger om tap, har forekommet i et slikt omfang at overtredelsene av vphl. § 10-11 annet ledd er å anse som grove og systematiske.

iii) Konkret vurdering – god forretningsskikk ved salg av aksjer i konsernselskaper

Foretaket og det senere innfusjonerte NIM er heleide datterselskap av The Nordic Group AS («**TNG**» eller «**morselskapet**»). Hovedaksjonærer i TNG, med en samlet eierandel på 30 pst., er ETG Investments AS som igjen er eiet 100 pst. av ETG Resources AS (samlet omtalt som «**ETG-selskapene**»). ETG Resources AS er eiet 50/50 av foretakets to gründere (direkte og via kontrollerte selskaper), heretter omtalt som «**Gründerne**».

Departementet legger til grunn at det i 18 måneder fra januar 2015 til juni 2016 ble gjennomført salg av aksjer i morselskapet TNG for til sammen MNOK 152. Per juni 2016 hadde TNG 202 aksjonærer, hvorav 168 også var kunder av foretaket. Sistnevnte kunder har til sammen betalt anslagsvis MNOK 202 for en samlet eierandel på 40 pst. av TNG.

Departementet legger videre til grunn at TNG inngikk en tipsagentavtale i 2013 om foretaket og NIM sin rolle som tipsagenter i tilknytning til salg av aksjer i konsernselskapet, og at avtalen ble sagt opp av foretaket i april 2016. I henhold til avtalene har foretaket og NIM mottatt en godtgjørelse på 15 pst. av transaksjonsbeløpet i omfattede transaksjoner. Dette ble ifølge opplysninger fra foretaket fordelt med 10 pst. til den aktuelle medarbeider og 5 pst. til foretaket. I 2014, 2015 og første kvartal 2016 utgjorde omsetningen av aksjer i konsernselskaper der foretaket eller NIM er oppført som tipsagenter, et samlet transaksjonsbeløp på MNOK 157. Selger av aksjer i nær samtlige transaksjoner var morselskapet TNG eller ETG-selskapene som eies av Gründerne. For sine roller som tipsagenter i disse transaksjonene har foretaket og NIM mottatt til sammen MNOK 17,8 i tipshonorar.

Det synes slik departementet forstår det ikke å være nevneverdig uenighet om dette faktiske utgangspunktet, men slik at foretaket i klagen presiserer at 70 av de 168 aksjonærene i TNG som ifølge ovennevnte opplysninger var kunder av foretaket, var kunder hos foretaket i forkant av at de ble aksjonærer i TNG, mens flere valgte å bli kunder av foretaket i etterkant. Foretaket presiserer også at ikke alle disse investorene har blitt aksjonærer i TNG som følge av tips fra meglerne i foretaket.

Ifølge Finanstilsynet var foretaket en avgjørende bidragsyter i – og har ytet investeringstjenester i tilknytning til – Nordic-konsernets arbeid med å hente inn ekstern egenkapital og muliggjøre Gründernes aksjesalg.

Foretaket har i klagen gitt uttrykk for at de ikke er enig i Finanstilsynets beskrivelse av den rolle foretaket har hatt i forbindelse med omsetning av konsernaksjene, og de rettslige konsekvensene av foretakets rolle. Ifølge klager har dets ansatte i all hovedsak opptrådt i henhold til tipsagentavtalen, og det er ikke er ytet investeringstjenester knyttet til transaksjoner som involverer aksjer i TNG.

Slik departementet forstår den rettslige realiteten i klagers anførsel, menes at TNG og ETG-selskapene representert v/Gründerne selger aksjer for egen regning, uten å være underlagt verdipapirhandelovens krav, og at foretakets rolle har vært av en slik karakter at det ikke anses å ha ytet tjenester til tredjemann, og derved ikke er underlagt de spesifikke kravene til yting av investeringstjenester etter verdipapirhandelloven.

Departementet bemerker at når et verdipapirforetak opptrer utad i tilknytning til tegning eller salg av finansielle instrumenter, har det for omverdenen formodningen for seg at foretaket opptrer som tilbyder av investeringstjenester eller tilknyttet tjeneste, og foretaket blir møtt med tilliten en slik konsesjon gir. Videre vil det i et konsern der noen foretak har konsesjon, og andre ikke, av legitimasjons- og tillitshensyn ha formodningen mot seg at yting av en investeringstjeneste fordeles over flere juridiske enheter på en slik måte at de særskilte regler i verdipapirhandelloven som er til for å beskytte investorer og ivareta tilliten til verdipapirmarkedet, ikke kommer til anvendelse. Av legitimasjonshensyn vil en slik formodning slik departementet ser det, forsterkes i et konsern som fremstår enhetlig utad.

Departementet viser til at selgerne av aksjene normalt var enten morselskapet (TNG) selv eller ETG-selskapene, og at selgerne ble representert ved Gründerne. Én eller begge av Gründerne har, med unntak av kortere opphold, vært styremedlemmer i foretaket, og Gründerne har også alternert som faktisk leder for ordreformidling og

investeringsrådgivning, og den ene Gründeren har hatt roller som «Head of Strategy» og «CFO» i foretaket. Gründerne er videre største eier i foretaket via ETG-selskapene, og har utad fremstått som sentrale personer i offentlig omtale av konsernet. Videre fremstår Nordic-konsernet som en enhet under merkenavnet «Nordic» blant annet på felles nettside, i kontaktinformasjonen og i kundekontrakten.

Når det gjelder foretakets konkrete opptreden utad, viser departementet til at det fulgte av foretakets «Rutine for tipsagent rolle» at ansatte i foretaket kunne ta kontakt med potensielle investorer og avtale møte, eller overlevere investoropplysninger. Departementet forstår det slik at dette ble gjort i betydelig utstrekning, og bemerker at foretaket har opptrådt utad overfor kundene allerede her. Basert på sakens dokumenter, herunder varsel og tilsvaer, finner departementet det også sannsynlig at møtene ofte har funnet sted i foretakets lokaler der foretakets meglere har vært til stede sammen med kunden og Gründerne.

Departementet viser videre til at det i aksjekjøpsavtalene og tegningsblankettene benyttet ved henholdsvis salg og emisjon av aksjer i TNG, står at betaling av aksjene skal skje til oppgjørskonto hos foretaket, og uavhengig av hvilket konsernselskap som faktisk foresto oppgjøret, fremsto det dermed for investorene som at foretaket var involvert i oppgjør.

Det faktiske omfanget av meglernes aktivitet i salgsprosessen utover møteavtale og tilstedeværelse er vanskelig å fastslå, men den betydelige personlige fordel den enkelte megler kunne oppnå i form av 10 pst. av salgs- eller emisjonsbeløpet, øker slik departementet ser det sannsynligheten for at slik ytterligere aktivitet har funnet sted utover de konkret påviste tilfellene som redegjort for i tilsynets vedtak. At foretaket (inkl. NIM og meglerne) har mottatt til sammen MNOK 17,8 i slike honorar, understøtter også oppfatningen av at foretakets reelle bistand til salget har vært høyere enn ren intern tipsing mellom konsernselskaper, og at det er solgt aksjer for et så høyt beløp som MNOK 152, understøtter oppfatningen av at foretakets legitimasjon som verdipapirforetak de facto har vært benyttet i salgsprosessen.

Departementet finner det på denne bakgrunn sannsynlig at foretaket i vesentlig utstrekning anses å ha ytet tjenester til tredjemann i forbindelse med salg av aksjer i TNG, og at foretaket derved er underlagt de spesifikke kravene til investeringstjenester etter verdipapirhandelloven.

Når det gjelder spørsmålet om foretaket må anses å ha gitt investeringsråd, viser departementet til klagers anførsel om at de som ikke har vært kunder av foretaket i forkant av at de ble aksjonærer i TNG, må holdes utenfor vurderingen. Departementet bemerker at kunder etter verdipapirhandelloven omfatter både eksisterende kunder av foretaket og investorer som blir å anse som kunder i det foretaket yter investeringstjenesten. Slik departementet ser det er ikke et nødvendig vilkår at det var tale om salg til eksisterende kunder av foretaket der foretaket tidligere hadde foretatt en egnethetsvurdering overfor den aktuelle kunden. I slike tilfeller vil det imidlertid etter departementets oppfatning være en berettiget forventning om at foretakets rolle i salget av TNG-aksjer var en personlig anbefaling i samsvar med tidligere egnethetsvurdering, og terskelen for når investeringsrådgivning må anses å være ytt, må være lav. En betydelig andel av kundene var eksisterende kunder av foretaket.

I «erklæring vedrørende aksjekjøp i Nordic Group AS» signerer investor blant annet på å ha mottatt informasjon om at det ikke gis investeringsråd fra foretaket i forbindelse med kjøpet av TNG-aksjer, og klager hevder at kundene i møtene ble informert om Gründernes rolle og forholdet til foretaket. Det fremstår uklart hvor mange av kundene som faktisk har signert slik erklæring utover de fem eksemplarene som er vedlagt klagen, og i hvilken utstrekning kundene mottok informasjon om Gründernes rolle og hadde rimelig forutsetning for å forstå hvilke konsekvenser foretaket mente at slik informasjon skulle ha. Departementet finner det imidlertid ikke nødvendig å ta stilling til det konkrete omfanget av slike erklæringer og informasjon, da kunden uansett slik departementet ser det ikke med dette kan ha fraskrevet seg kravet til investorbeskyttelse etter verdipapirhandelloven.

Departementet finner det på denne bakgrunn sannsynlig at foretaket også har ytet investeringsrådgivning i tilknytning til salg av aksjer i TNG, og at foretaket derved er underlagt de spesifikke kravene til slik rådgivning etter verdipapirhandelloven.

Departementet bemerker at de fleste av aksjene i TNG har vært solgt til en kurs på 20 kroner, mens en betydelig del også har vært solgt til kurs i intervallet 7-23 kroner. En kurs på 20 kroner innebærer en verdsetting av selskapets egenkapital til om lag MNOK 500. Det er etter departementets oppfatning av sakens fakta vanskelig å se at det finnes noe velfungerende marked for aksjen som kan gi grunnlag for en oppfatning om hva markedsprisen bør være. Det ser ut til at kursen ofte er satt ensidig og uten noen grundig begrunnelse for verdivurderingen i tilbudet til potensielle investorer. Videre er det vanskelig å finne grunnlag for verdsettingen basert på Nordic-konsernets eller foretakets resultater, som gjennomgående ikke har vært positive de senere årene. Det er også en betydelig avstand mellom en markedsverdivurdering på MNOK 500 og den regnskapsmessige verdien av egenkapitalen i konsernet. Departementet mener på denne bakgrunn at en verdivurdering av egenkapitalen til MNOK 500 synes å være betydelig høyere enn det er dokumentert å være grunnlag for.

Basert på sakens dokumenter, herunder faktumbeskrivelsen og øvrig informasjon i varsel og tilsvarende, finner departementet det sannsynlig at det i svært mange tilfeller ikke er gitt informasjon i samsvar med vphl. § 10-11 annet og tredje ledd, herunder ikke fyllestgjørende informasjon om risikoen ved investeringen, samt at det er gitt mangelfull eller villedende informasjon om verdivurdering og annenhåndsmarked. Departementet finner videre at egnethetsvurdering ikke gjennomført i samsvar med vphl. § 10-11 fjerde ledd jf. verdipapirforskriften § 10-16.

Departementet viser for øvrig til at hele foretakets virksomhet under enhver omstendighet er underlagt det generelle kravet til god forretningsskikk etter vphl. § 10-11 første ledd. Departementet er av den oppfatning at foretakets bistand til og legitimering av det massive salget av aksjer i TNG uten relevant informasjon og egnet prising, vil være i strid med kundens interesser og markedets integritet etter det generelle kravet etter vphl. § 10-11 første ledd, uavhengig av om de spesifikke kravene til informasjon, egnethets- og hensiktsmessighetsvurdering etter vphl. 10-11 annet ledd følgende eventuelt kommer til anvendelse.

Departementet mener salg og tegning av aksjer i TNG i det omfang og på de betingelser og informasjonsgrunnlag som redegjort for over, viser en særdeles liten grad av ivaretagelse av

kundenes interesser, og mener at foretakets overtredelser av verdipapirhandelloven i forbindelse med dette salget og tegningen er å anse som alvorlige og systematiske.

6.2.3 Interessekonflikt

i) Rettslig utgangspunkt

Ifølge vphl. § 10-10 første ledd plikter verdipapirforetak å treffe alle rimelige forholdsregler for å identifisere interessekonflikter mellom foretaket og kunden, og kundene imellom. Ifølge verdipapirforskriften § 9-23 skal verdipapirforetaket som et minimum vurdere om foretaket, tilknyttet person eller person som er tilknyttet foretaket gjennom direkte eller indirekte eierskap, vil kunne oppnå økonomisk gevinst eller unngå økonomisk tap på bekostning av kunden, eller har en annen interesse enn kunden når det gjelder resultatet av ytelsen av investeringstjenesten eller gjennomføring av transaksjonen.

Dersom tiltakene etter vphl. § 9-11 første ledd nr. 2 (oppbygning og organisering for å begrense risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom til et minimum) og verdipapirforskriften § 9-24 ikke er tilstrekkelig til å sikre kundens interesser på en betryggende måte, skal foretaket «opplyse kunden om mulige interessekonflikter», jf. vphl. § 10-10 annet ledd og verdipapirforskriften § 9-25.

Videre følger det av verdipapirforskriften § 10-8 første ledd at verdipapirforetak, i forbindelse med ytelse av investeringstjenester eller tilknyttede tjenester, bare kan motta vederlag fra andre enn kunden dersom visse betingelser er oppfylt, herunder at kunden før ytelsen av tjenesten gis skriftlig informasjon om vederlagets art og verdi, og at vederlaget er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden og ikke vil svekke foretakets plikt til å ivareta kundens interesser på beste måte.

Etter omstendighetene vil bestemmelsene om god forretningsskikk og plikten til å «påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte», jf. vphl. 10-11 første ledd, kunne utfylle og supplere de mer detaljerte reglene om interessekonflikt, jf. Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) punkt 7.2.

ii) Konkret vurdering – interessekonflikt ved salg av konsernaksjer

Departementet legger til grunn at Gründerne hadde en klar egeninteresse i å selge aksjer i TNG, og å selge til høyest mulig pris. Departementet mener på denne bakgrunn det foreligger en interessekonflikt med foretakets kunder som skal identifiseres og håndteres etter vphl. § 10-10 første ledd jf. verdipapirforskriften § 9-23.

Klager viser til at det ble søkt juridisk bistand for å håndtere interessekonflikten på en ryddig måte, og at selv om det ikke var egne rutiner for å håndtere interessekonflikten, ble det utarbeidet egne retningslinjer for gjennomføring av tipsoppdrag. Klager viser videre til at foretakets compliancefunksjon har gitt råd og foretatt kontroller i forbindelse med gjennomføringen av tipsoppdrag, og reagert på adekvat måte der det har blitt oppdaget avvik.

Departementet vil bemerke at innhenting av juridisk bistand vil kunne være relevant informasjon for å bekrefte at interessekonflikten er identifisert, og departementet legger til

grunn at foretaket hadde identifisert en slik interessekonflikt. Hvorvidt det er innhentet juridisk bistand er imidlertid slik departementet ser det ikke relevant i vurderingen av om interessekonflikten er håndtert i samsvar med loven, da dette ansvaret ene og alene ligger til foretaket.

Det fremstår videre som uklart hvor mange av foretakets kunder som signerte erklæringen om informasjon om mulig interessekonflikt, jf. vphl. § 10-10 annet ledd, utover erklæringene vedlagt klagen, og i hvilken utstrekning det muntlig i kundemøtene ble informert om Gründerens rolle og interessekonflikten. Slik departementet ser det, og som redegjort for over, var imidlertid salget av TNG-aksjer til kundene gjennomgående ikke egnet eller hensiktsmessig for kundene, eller for øvrig i kundenes interesse og i samsvar med god forretningsskikk etter vphl. § 10-11. Departementet bemerker at en eventuell muntlig informasjon om interessekonflikten eller signert erklæring ikke avhjelper dette.

Når det gjelder honoraret foretaket/meglerne mottok på opptil 15 pst. fra TNG, mener departementet det er sannsynlig at klager i betydelig utstrekning ikke har informert kundene om honoraret. Videre mener departementet at honoraret ikke er egnet til å forbedre kvaliteten på tjenesten til kunden, og heller ikke oppfyller kravet til ikke å svekke plikten til å ivareta kundens interesser på beste måte. Departementet er av den oppfatning at honoraret motsetningsvis understøtter at det av Gründerne ble ansett som betydelig positivt å bidra til at aksjer i TNG ble solgt, og på denne bakgrunn var med på å forsterke den foreliggende interessekonflikten. Som begrunnet over mener departementet at foretaket ytte investeringstjenester i tilknytning til salg og tegning av TNG-aksjer, slik at mottak av honoraret på 15 pst. omfattes av bestemmelsen i verdipapirforskriften § 10-8. Under enhver omstendighet mener departementet det ville være i strid med det generelle kravet til god forretningsskikk etter vphl. § 10-11 første ledd å bistå til salg og tegning av aksjer i TNG fra nærstående på de vilkår som salget forgikk til, jf. over, samt motta betaling for slik bistand.

Sett i lys av den betydelige interessekonflikten som ikke ble håndtert i samsvar med lovens krav etter vphl. § 10-10 første ledd og § 9-11 første ledd nr. 2, jf. verdipapirforskriften § 9-23 og § 9-24 og det høye honoraret foretaket inkl. meglerne har mottatt i strid med verdipapirforskriften § 10-8, finner departementet at overtredelsene er alvorlige og systematiske.

6.2.4 Compliance

i) Rettslig utgangspunkt

Ifølge verdipapirforskriften § 9-8 første ledd skal verdipapirforetak ha retningslinjer og prosedyrer for å avdekke risiko for at foretaket ikke oppfyller sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter fastsatt i medhold av verdipapirhandelloven. Foretaket skal iverksette forebyggende tiltak og prosedyrer for å begrense slik risiko og gjøre det mulig for Finanstilsynet å føre tilsyn med foretaket.

Ifølge verdipapirforskriften § 9-8 annet ledd skal verdipapirforetaket ha en «effektiv og uavhengig kontrollfunksjon» («compliancefunksjon»). For å sikre at denne kontrollfunksjonen kan ivareta sine oppgaver på en effektiv og uavhengig måte, skal verdipapirforetaket bl.a. påse at kontrollfunksjonen har «den nødvendige autoritet, ekspertise,

ressurser og tilgang til relevant informasjon», jf. verdipapirforskriften § 9-8 tredje ledd bokstav a).

ii) Konkret vurdering

Departementet viser til at det i foretakets compliance-rapporter fra første kvartal 2013 til og med første kvartal 2015 fremkommer beregninger for foretakets Saxo Bank-kunders samlede trading-resultat, og at det angis et betydelig samlet nettotap for kundene i disse beregningene, med unntak av andre og tredje kvartal 2015 der beregningene er utelatt med begrunnelse om at «det har oppstått problemer med excel-filen som medfører at rapportens innhold ikke er pålitelig». Videre angis det i rapportene at beregningene er absolutte og ikke er relatert til kundens innskutte kapital.

Departementet bemerker at hyppig rullering med høye kostnader som ikke er egnet og i kundens interesse, har vært tema i flere tilsyn, og har i grove tilfeller ført til tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester. Som departementet har beskrevet i tidligere saker, vil kravet til effektiv compliancefunksjon, jf. verdipapirforskriften § 9-8, og kravet til at de enkelte transaksjoner som omfattes av investeringsrådgivningen, skal være egnet for kunden, medføre at foretaket må ha måleverktøy som setter det i stand til å overvåke at kundene ikke får anbefalt hyppige transaksjoner i strid med god forretningsskikk.

Foretakets sporadiske kontrollprøver og undersøkelser av uegnede investeringsråd og høye kostnader på meglernivå, er nødvendig, men ikke tilstrekkelig uten en mer helhetlig oversikt over foretakets kundemasse. At det ifølge foretaket har vist seg vanskelig å etablere pålitelige måleverktøy, avhjelper ikke kritikken gitt den forretningsmodell foretaket har hatt der kortsiktig handel har vært en sentral del av virksomheten. Videre er det slik departementet ser det ytterligere kritikkverdig at foretaket heller ikke satte inn nødvendige kontroller og påfølgende tiltak når de kvartalsvise beregningene over tid viste et betydelig samlet nettotap for kundene.

Departementet finner det videre svært kritikkverdig at foretakets medvirkning til salg av konsernaksjer og de åpenbare interessekonfliktene i den anledning, ikke er behandlet i noen av ovennevnte compliancerapporter.

Departementet bemerker videre at i tillegg til de konkrete mangler som har vart påvist ved utøvelse av compliancefunksjonen, gjør også de øvrige påviste overtredelser det overveiende sannsynlig at manglene i foretakets compliancefunksjon har vært av systematisk og alvorlig karakter.

Departementet finner på denne bakgrunn at foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt verdipapirforskriften § 9-8.

6.3 Vurdering av om tilbakekall skal skje

6.3.1 Utgangspunkt

Foretaket krever prinsipalt at vedtaket oppheves i sin helhet, subsidiært at vedtaket omgjøres til ikke å omfatte mottak og formidling av ordre, utførelse av ordre på vegne av kunde, og tilrettelegging og tilknyttet tjeneste.

Foretaket har blant annet anført at det er uforholdsmessig med fullstendig tilbakekall av alle foretakets tillatelser. Foretaket hevder herunder at Finanstilsynet ikke i tilstrekkelig grad har vurdert konsekvensene av fullstendig tilbakekall, som tap av arbeidsplasser og kundenes investering. Foretaket mener at alternative reaksjoner som delvis tilbakekall eller pålegg om retting, fremstår som tilstrekkelig. Foretaket viser også til notat utarbeidet av Civita om rettsikkerheten for finansnæringen.

Hensynet bak Finanstilsynets hjemmel til å tilbakekalle eller endre verdipapirforetaks tillatelser etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4, er at det enkelte verdipapirforetak skal virke på en hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med regelverket og tillatelsen, herunder slik at foretakets kunder oppnår den beskyttelsen som følger av verdipapirhandellovens regler, og videre å opprettholde tilliten til verdipapirforetakene som sådan for å bidra til at markedet skal kunne være velfungerende.

Ved vurderingen av om tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 skal skje ved «alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov», har departementet blant annet vurdert om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder om et mindre inngripende tiltak er en tilstrekkelig reaksjonsform.

I denne vurderingen har departementet lagt vekt på i hvilken utstrekning overtredelsene gir grunn til å frykte at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre i hvilken grad hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er relevante momenter i den utstrekning de forutsettes å belyse sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan.

6.3.2 Konkret vurdering – relevante momenter og avveining

i) Overtredelsenes karakter

Departementet bemerker at overtredelsenes karakter både danner utgangspunkt for vurderingen av om lovens vilkår for tilbakekall ved «alvorlige eller systematiske overtredelser» er oppfylt, samtidig som det er et tungtveiende moment ved vurderingen av om tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 fremstår som egnet og nødvendig. Departementet har ovenfor i punkt 6.2 kommet til at foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt kravet til god forretningsskikk og ivaretagelse av kundenes interesser ved salg av aksjer i TNG, og ved yting av investeringstjenester i forbindelse med CFD-/aksjehandel.

Ved vurderingen av om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon, legger departementet betydelig vekt på at overtredelsene har foregått overfor kundene i et stort omfang, over en lengre periode, og er av en slik karakter at foretaket må anses å ha ivaretatt egne og nærstående økonomiske interesser i betydelig utstrekning på bekostning av kundens interesser. Særlig finner departementet at det omfattende salget og tegningen av aksjer i morselskapet har en kvalifisert karakter. Departementet vil videre fremheve som skjerpene at mange av kundene ikke har hatt erfaring med CFD-handel og gjennomgående har vist foretaket høy grad av tillit.

ii) **Subjektive forhold, styrets og ledelsens ansvar mv.**

I vurderingen av om tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 skal skje, tas det også hensyn til hvor systematisk svikten har vært i foretaket, og om overtredelsene vedrører forhold som tilligger styret og ledelsen, samt øvrige subjektive forhold i den utstrekning det belyser risikoen for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirker markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan.

Departementet har ovenfor i punkt 6.2.4 beskrevet at foretaket plikter å ha systemer for å kunne overvåke at investeringsrådgivningen foretaket yter er i samsvar med loven, og at dette sviktet hos foretaket. Ifølge verdipapirforskriften § 9-12 skal ledelsen vurdere og regelmessig gjennomgå de ordninger og prosedyrer som er iverksatt for å oppfylle foretakets forpliktelser, samt iverksette tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler. I klagen og tilsvaret anfører foretaket at Finanstilsynet stiller for detaljerte krav til slike systemer, og i sistnevnte presiseres det at «styret kan eksempelvis ikke ha som oppgave å kontrollere den individuelle investeringsrådgivningen som foretas». Til dette bemerker departementet at detaljgraden på rapporteringen til styret vil avhenge av hvilke opplysninger styret behøver for kunne ivareta sitt overordnede ansvar for selskapets virksomhet, jf. aksjeloven §§ 6-12 og 6-13 og verdipapirforskriften § 9-12. Hvilke krav som stilles til etablering og utforming av systemer, avhenger også av hvilke opplysninger den enkelte rådgiver, compliancefunksjonen og ledelsen behøver for å utføre sine oppgaver i samsvar med loven.

Når det gjelder rapporteringen til styret, viser departementet også til de krav som stilles til styremedlemmers kompetanse, jf. vphl. § 9-9 første ledd, som forutsetter at styret som organ skal ha god kjennskap til virksomheten som sådan og risikobildet som knytter seg til denne, samt regelverket for virksomheten. Styret bør derved ha den nødvendige kompetanse til å kunne identifisere ufullstendig compliancerapportering. Departementet mener at de betydelige kundetapene som faktisk ble påvist i compliancerapportene, uansett burde foranlediget ytterligere oppfølging fra styret.

Foretaket skriver at det er enig i at kundenes resultater av handelen gjennom foretaket i den aktuelle perioden ikke har vært tilfredsstillende. Departementet merker seg foretakets anførsler om at styret har hatt dette på agendaen uten at det har kommet til uttrykk i styredokumentene. Det faktum at kundenes samlede negative resultater, hvorav en stor del er knyttet til transaksjonskostnader, har akkumulert seg over en relativt lang periode, tilsier imidlertid at foretaket skulle ha iverksatt konkrete tiltak for å endre på denne utviklingen før forholdet ble avdekket av Finanstilsynet. Noen slike aktive tiltak av betydning er ikke foretatt hos styret eller ledelsen.

Som det fremgår ovenfor i punkt 6.2, har departementet kommet til at foretaket har begått systematiske og alvorlige overtredelser av verdipapirhandelloven i forbindelse med salg av konsernaksjer. Styret og ledelsen skulle slik departementet ser det ha forstått de betydelige interessekonfliktene som eksisterte i tilknytning til salg av slike aksjer, uavhengig av om dette ble omtalt i rapporter fra compliance eller ikke. Klager anfører at det faktum at tipsagentavtalen ikke er omtalt i styreprotokoller, ikke betyr at den ikke ble behandlet i styremøter. Sett hen til foretakets systematiske og alvorlige overtredelser av verdipapirhandelloven som fant sted i tilknytning til salget av konsernaksjer, har styret og

ledelsen under enhver omstendighet slik departementet ser det ikke håndtert forholdet i samsvar med sitt ansvar etter aksjeloven og verdipapirhandelloven.

Departementet mener at et samvirke av mangler ved instruks- og rutineverk, kontrollsystemer/compliance, organisasjonskultur, avlønning og faglig og lovmessig fundament for rådgivningsvirksomheten, bidro til de systematiske og alvorlige manglene ved etterlevelsen av verdipapirhandelloven i forbindelse med salg av CFDer og konsernaksjer som er avdekket i saken. Dette er forhold som tilligger styret og ledelsen i foretaket, som etter departementets syn har utvist manglende forståelse av regelverket, eventuelt manglende vilje til å ivareta kundenes interesser. Svikten er systematisk og i flere ledd av organisasjonen, og skiller seg fra saker der svikt knytter seg til enkeltindividets forhold.

Departementet finner det også sannsynlig at det, spesielt ved salget av konsernaksjer, foreligger en direkte eller indirekte påvirkning fra foretakets bakenforliggende eiere (Gründerne), via selskaper som disse de facto kontrollerer, gjennom avlønning i tipsagentavtalen og for øvrig via formelle eller uformelle signaler og innflytelse, som har innvirket på salgskulturen og adferden i foretaket og derved bidratt til at foretakets eller nærstående interesser alvorlig og systematisk er satt foran kundenes interesser.

iii) Nåværende kunder, ansatte og eiere

Ved vurderingen av om tilbakekall skal skje etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4, tar departementet i betraktning at tilbakekall kan medføre et ikke ubetydelig økonomisk tap for foretaket, dets direkte og indirekte eiere, dets øvrige forretningsforbindelser og de ansatte. Der de påviste forhold begrunner tilbakekall av hensyn til tilliten til verdipapirmarkedet og beskyttelse av fremtidige kunder, legger departementet i lys av lovens formål til grunn at det skal mye til før hensynet til foretaket, eiere og ansatte kan bli avgjørende.

Et tilbakekall kan få midlertidig eller varig negativ betydning for foretakets eksisterende kunder. Departementet legger likevel avgjørende vekt på at tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 er et offentligrettslig tiltak der vurderingen er fremoverskuende med sikte på å beskytte fremtidige kunder/utvidede kundeforhold, samt bevare tilliten til verdipapirforetakene og markedet. Eksisterende kunder er i så måte henvist til beskyttelse etter anvendelige privatrettslige regler.

De av foretakets kunder som samtidig er eiere av aksjer i morselskapet TNG, vil i likhet med øvrige aksjonærer kunne lide tap ved tilbakekall av foretakets konsesjon. Departementet finner ikke å kunne ta særlig hensyn til de tap som kunder måtte bli påført i egenskap av også å være aksjonær, og som representerer en materialisering av risikoen ved investeringen i aksjene.

Utover dette finner ikke departementet at det er særskilte forhold ved eiere og ansatte eller kunder i foretaket som tilsier at hensynet til disse skal veie så tungt at tilbakekall ikke skal skje dersom hensynet til tilliten til markedet og fremtidige kunder tilsier at tiltaket er egnet og nødvendig.

iv) Endringstiltak

Ved vurderingen av om tilbakekall skal skje etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 tas det også hensyn til hvilke endringstiltak som er igangsatt av foretaket i den utstrekning de forutsettes å

reducere risikoen for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan. Av de tiltak som er igangsatt, har foretaket opplyst at investeringsrådgivning knyttet til CFD kun tilbys til profesjonelle kunder; tipsagentavtalen med TNG er sagt opp slik at foretaket ikke lenger har noen rolle i salget av konsernaksjer; man har redusert antall meglere betydelig slik at kun de mest erfarne meglerne er igjen; kvalifikasjonskravet ved eventuell nyrekruttering til megleravdelingen vil økes; foretaket arbeider aktivt med å forbedre og forenkle struktur og prosesser for både kunder og meglere med hensyn til blant annet valg av handelsplattformer, samt rapporteringsløsninger og håndtering av produkter som tilbys kunder; foretaket har utbedret sitt system for å måle kundeavkastning; foretaket vil gå over til en EBITDA-basert bonusmodell; samtidig som foretaket lenge har arbeidet aktivt med å diversifisere sitt produkttilbud for å spre risikoen for kundene. Foretaket har også vist til personellendringer som at daglig leder og styret er byttet ut, samt at alle ansatte i kontrollfunksjonen er nye. Foretaket har videre opplyst at de vil styrke personalfunksjonen med ett årsverk, som blant annet vil ha ansvar for å videreutvikle og profesjonalisere foretakets interne opplæring.

I vedtaket bemerker Finanstilsynet at felles for de fleste av de ovennevnte tiltakene, er at de er gjennomført etter det stedlige tilsynet, herunder ble tiltakene i CFD-handel og salg av konsernaksjer gjennomført i henholdsvis mars og april 2016. Finanstilsynet mener at det på det tidspunkt må ha vært åpenbart for foretaket at hovedfokus for tilsynet var på CFD-handel og salg av konsernaksjer.

Klager hevder at «foretakets omfattende forbedringstiltak ikke fremstår som reelt vurdert» og at det «virker (...) ensidig og urimelig å avfeie samtlige tiltak som er gjennomført etter stedlig tilsyn». Klager bemerker at selv om en betydelig del av forbedringene ble gjort etter stedlig tilsyn, ble de fleste utført før foreløpige bemerkninger ble oversendt, og foretaket ble klar over Finanstilsynets vurderinger. Videre er det slik at flere forbedringstiltak, eksempelvis oppkjøp av NIM og NCM for å utvide og differensiere driften, ble påbegynt lenge for det stedlige tilsynet. Til sistnevnte kommenterer Finanstilsynet at «Finanstilsynet registrerer at disse oppkjøpene fant sted før det stedlige tilsynet, men stiller seg uforstående til at de er relevante "forbedringstiltak" sett opp mot de overtredelsene som ble avdekket under det stedlige tilsynet».

Klager lister også opp andre tilsynsrapporter der Finanstilsynet i stor grad har valgt å «ta til etterretning» tiltak som er foretatt etter stedlig tilsyn, og foretaket viser til likebehandlingshensyn. Foretaket anfører videre at såkalt *self cleaning* vektlegges mer i eksempelvis vurderingen av om tillatelse som inkassoselskaper skal tilbakekalles og i EU-regler om anbudskonkurranser.

Departementet finner det ikke nødvendig å gå inn på anførselen om hvorvidt etterfølgende tiltak på generelt grunnlag tillegges mer vekt etter reglene for tilbakekall av tillatelse som inkassoselskaper eller offentlig anbud. Slik det påpekes av Finanstilsynet knyttet til de øvrige saker foretaket har vist til, og der overtredelsene og andre konkrete forhold ikke samlet ledet til tilbakekall, består en vurdering av om tilbakekall skal skje i en konkret avveining av relevante hensyn i det enkelte tilfellet opp mot formålet ved det enkelte regelverk.

Foranlediget av foretakets anførsler, vil departementet likevel påpeke at et vilkår for konsesjon som verdipapirforetak, er at foretaket har lovmessig compliancefunksjon og egnet

styre og ledelse. Det er verdipapirforetakene selv som har primæransvaret for å ha tilstrekkelig ressurser og kompetanse til å drive sin virksomhet innenfor lovens krav, samtidig som Finanstilsynets lovpålagte oppgave er å føre tilsyn med verdipapirforetakene og gi veiledning så langt forvaltningsloven krever det. I dette bildet kan mindre alvorlige og enkeltstående overtredelser bli tatt opp i tilsynsrapporter, men anses avsluttet uten videre følger for konsesjonen dersom foretaket treffer tiltak for å unngå at de gjentar seg. Mer systematiske eller alvorlige feil kan derimot begrunne en mer generell risiko for at foretaket i fremtiden vil overtre regelverket på andre måter til ugunst for kunder, selv om foretaket treffer konkrete tiltak for å unngå at påviste feil vil gjenta seg. Videre vil det kunne påvirke tilliten til verdipapirforetakene som sådan dersom foretakene løpende kan rette opp konsesjonskritiske feil etter hvert som de konkret påpekes av tilsynet, mens kunder som lider tap som følge av overtredelsene, er henvist til privatrettslig oppfølging av sitt tap. Også tidspunktet for iverksettelsen av tiltaket kan ha betydning, i den forstand at der et tiltak først igangsettes etter å ha blitt påpekt ved tilsyn, kan det kaste lys over foretakets evne og vilje til å følge sine forpliktelser etter gjeldende lov og konsesjon.

På denne bakgrunn vil departementet vurdere om forbedringstiltakene i tilstrekkelig grad vil redusere risikoen for at foretaket i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og i hvilken utstrekning tiltakene forutsettes å påvirke markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan, eller om tilbakekall motsetningsvis er egnet og nødvendig for å opprettholde slik tillit sett i lys av de øvrige relevante omstendigheter.

Ved den konkrete avveiningen finner departementet å legge liten vekt på utskiftning av daglig leder, herunder fordi den nye daglige leder var senior/i ledelsen i foretaket mens de aktuelle forhold pågikk. Tilsvarende legger departementet liten vekt på den etterfølgende utskiftning av styret, herunder fordi Gründerne via selskap de formelt eller de facto kontrollerer, har avgjørende eller betydelig innvirkning på styresammensetningen. Når det gjelder utskiftningen i compliancefunksjonen samt blant meglerne, kan disse tiltakene isolert sett være hensiktsmessig forutsatt at de erfarne meglerne som blir igjen, faktisk representerer en foretakskultur som lojalt etterfølger regelverket og ivaretar kundenes interesser. Etter departementets vurdering har dette uansett begrenset vekt gitt de øvrige ledelsesmessige forhold i foretaket som vist til foran. De konkrete tiltakene, som å tilby investeringsrådgivning knyttet til CFD kun til profesjonelle mv., vil, dersom de gjennomføres, bidra til å redusere sannsynligheten for overtredelse ved CFD-handel, men de tillegges relativt liten vekt, herunder fordi det slik departementet ser det ikke i tilstrekkelig grad reduserer sannsynligheten for andre overtredelser av regelverket eller gjenoppretter tilliten til verdipapirforetaket som sådan.

v) Avveining og vurdering av reaksjon

I vurderingen av om en mindre inngripende reaksjonsform som retting eller delvis tilbakekall vil være tilstrekkelig, legger departementet vekt på om en slik reaksjon i tilstrekkelig grad reduserer risikoen for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og om reaksjonsformen i tilstrekkelig grad ivaretar hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan.

Departementet bemerker at hverken styret, ledelsen, compliancefunksjonen, eierne eller de øvrige ansatte har stanset tilsidesettelse av kundenes interesser før det stedlige tilsynet fant sted. Som beskrevet over, finner departementet at overtredelsene er grove og langvarige, og at

det også er sannsynlig at det, spesielt ved salget av konsernaksjer, foreligger en direkte eller indirekte påvirkning fra foretakets bakenforliggende eiere, eller via selskaper som de de facto kontroller. Etter departementet syn, vil disse forholdene i særlig grad ha betydning for markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan dersom foretaket driver videre med konsesjon som verdipapirforetak.

Sett i lys av at overtredelsenes karakter, samt at svikten er systematisk og i flere ledd av organisasjonen, samt øvrige subjektive forhold som omtalt over, finner departementet at sannsynligheten for at foretaket skal foreta nye, men eventuelt andre, overtredelser av regelverket, ikke blir tilstrekkelig redusert ved foretakets etterfølgende tiltak som omtalt over, eller ved på pålegg om retting eller delvis tilbakekall.

Departementet finner på denne bakgrunn at pålegg om retting etter vphl. § 15-7, eller delvis tilbakekall i samsvar med klagers anførsel, verken vil redusere sannsynligheten for at foretaket overtrer regelverket i fremtiden i tilstrekkelig utstrekning, eller ivareta markedets tillit.

Som redegjort for over, mener departementet at det ikke er særskilte forhold ved ansatte, eiere av foretaket, nåværende kunder eller andre negative konsekvenser, som i foreliggende tilfelle begrunner valg av en mindre vidtgående reaksjonsform.

Departementet finner derfor etter en konkret vurdering at et fullt tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 er en egnet, nødvendig og ikke uforholdsmessig reaksjon.

7. VEDTAK

Klagen tas etter dette ikke til følge, og Finanstilsynets vedtak av 5. januar 2017 stadfestes.

Dette vedtaket kan ikke påklages, jf. lov 10. februar 1967 om behandlingsmåten i forvaltningssaker § 28.

Med hilsen

Geir Åvitsland e.f.
ekspedisjonssjef

Marianne Irgens
avdelingsdirektør

Dokumentet er elektronisk godkjent og har derfor ikke håndskrevne signaturer

Gjenpart: Finanstilsynet (sak 15/10648)