



DET KONGELIGE  
FINANSDEPARTEMENT

Advokatfirmaet Schjødt AS  
Postboks 440  
4002 Stavanger

Deres ref  
Erling Ueland

Vår ref.  
12/1872 EBJ/RJU

Dato  
11.10.2013

**Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall av tillatelse til å yte  
investeringstjenester - Acta Asset Management AS**

Finansdepartementet viser til klage 2. mai 2012 fra Acta Asset Management AS over Finanstilsynets vedtak 12. april 2012 om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester, og til Finanstilsynets oversendelsesbrev 15. mai 2012 der klagen oversendes Finansdepartementet («**departementet**»).

**1 SAKENS BAKGRUNN**

Finanstilsynet fattet 12. april 2012 vedtak om tilbakekall av Acta Asset Management AS («**klager**» eller «**foretaket**») sin tillatelse til å yte investeringstjenester.

Foretaket hadde tillatelse til å yte investeringstjenestene som nevnt i lov 29. juni 2007 nr. 75 om verdipapirhandel (vphl.) § 2-1 første ledd nr. 1 (mottak og formidling av ordre), nr. 2 (utførelse av ordre på vegne av kunde) og nr. 5 (investeringsrådgivning), samt de tilknyttede tjenestene 1, 3, 4 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 annet ledd.

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos klager 30. mars 2011. Foretaket mottok en foreløpig rapport etter tilsynet ved brev 19. september 2011, og avga sine kommentarer til rapporten i brev 21. november 2011. Foretaket mottok varsel om tilbakekall av tillatelser 3. februar 2012, og avga sine kommentarer til dette i brev 9. mars 2012.

Finanstilsynet fattet vedtak 12. april 2012 om tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester («**vedtaket**»). Finanstilsynet besluttet 13. april 2012 at vedtaket

ikke skulle iverksettes før klagefristen var ute, jf. forvaltningsloven § 42.

Finansdepartementet besluttet 30. april 2012 at vedtaket ikke skulle iverksettes før klagen er avgjort, jf. forvaltningsloven § 42 første ledd, på vilkår av at vedtaket påklages innen fristen, og at foretaket ikke inngår nye kundeforhold eller utvider kundeforhold for eksisterende kunder frem til klagen er avgjort, jf. forvaltningsloven § 42 annet ledd.

Vedtaket ble påklaget ved brev 2. mai 2012 fra Advokatfirmaet Schjødt AS på vegne av klager («klagen»).

Finanstilsynet har vurdert klagen, men ikke funnet grunnlag for å omgjøre vedtaket, og har kommet med merknader til klagen i sitt oversendelsesbrev 15. mai 2012 til departementet.

Klager innga 4. juni 2012 et supplement til klagen, og i brev 10. august 2012 kommenterte foretaket Finanstilsynets oversendelsesbrev av 15. mai 2012.

Finanstilsynet kommenterte i brev 17. august 2012 klagers brev av 4. juni og 10. august 2012.

Departementet sendte brev til foretaket 31. august 2012, som presisert i brev 14. september 2012, og ba om ytterligere informasjon. Foretaket besvarte forespørselen i brev 2. oktober 2012 («**informasjonsbrevet**»). Finanstilsynet kommenterte foretakets informasjonsbrev i brev 22. oktober til departementet, og foretaket kommenterte Finanstilsynets brev og besvarte enkelte oppfølgingsspørsmål fra departementet i brev 14. november 2012.

Departementet sendte brev til foretaket 17. september 2013 med enkelte oppfølgingsspørsmål vedrørende organiseringen av foretakets compliancefunksjon. Foretaket besvarte forespørselen i brev 4. oktober 2013.

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 12. april 2012 å tilbakekalle foretakets tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i vphl. § 2-1 første ledd nr. 1, 2 og 5, samt foretakets tillatelse til å yte tilknyttede tjenester som nevnt i vphl. § 2-1 annet ledd nr. 1, 3, 4 og 5.

#### **3.2 God forretningsskikk mv. – porteføljekonto**

##### **3.2.1 Utgangspunkt**

I vedtaket konkluderte Finanstilsynet med at «[f]oretaket gjennom dets oppbygging og praktisering av porteføljekontokonseptet har opptrådt i strid med god forretningsskikk ved ikke å ha påsett at kundens interesse blir ivaretatt på beste måte, jf. vphl. § 10-11». Videre anfører Finanstilsynet bl.a. at foretaket ikke har hatt gode nok arbeidsprosesser for overføring av kunder fra handelskonto til porteføljekonto, og skriver herunder at «foretaket ikke rutinemessig har vurdert delvis overføring av porteføljen, langt mindre vurdert forholdet mellom antatt fremtidige transaksjonskostnader utenfor Porteføljekonto og kostnader ved å være i Porteføljekontoen». Finanstilsynet mener også at foretaket har hatt en lønnsmodell som kan ha medvirket til rådgivning i strid med kundens interesser.

##### **3.2.2 Beskrivelse av porteføljekontoordningen**

Finanstilsynet gir innledningsvis bl.a. følgende beskrivelse av foretakets produkt/tjeneste omtalt som porteføljekonto:

Foretakets satsningsområde er produktet/tjenesten Porteføljekonto. Foretakets forretningside, slik det er opplyst, er at produktet skal sikre nøytral rådgivning fra et nøytralt produktutvalg. Virkemiddelet skal være bortfall av tegningshonorar, og i stedet en belastning av bl.a. månedlig avgift basert på verdien av kundens beholdning. Foretaket opplyser, også til sine kunder, at alle inntekter de måtte motta fra produktleverandører og forvaltere, skal bli godskrevet kunden. Porteføljekonto er opplyst å passe best for investorer som foretar endringer i porteføljen i løpet av året. Foretaket opplyser at Porteføljekontokunder får tilgang til et utvidet tjenestetilbud i forhold til andre kunder hos Foretaket, som eksempelvis rabatterte priser på skatterådgivning og regnskapstjenester, seminarer og tilgang på analyser, utvidet service, gratis adgang på Acta-konsernets investeringskonferanse og et større spekter av investeringsprodukter.

Finanstilsynet beskriver deretter porteføljekontoens honorar- og avgiftssystem

Kunder med Porteføljekonto blir belastet med to hovedavgifter; innsetningsavgift og porteføljekontoavgift. I tillegg kommer eventuelle valutavekslingsgebyrer.  
[...]

Kundene må betale innsetningsavgift av alle midler som blir satt inn i porteføljekontosystemet, herunder klientkonto, uavhengig av om det er investert beløp eller kontanter. Etter 1. april 2011 har også eksisterende kunder måttet betale innsetningsavgift ved flytting av finansielle instrumenter/produkter fra Handelskonto til Porteføljekonto.

[...]

Kunden skal bli godskrevet porteføljekontoinntekter som er basert på porteføljeinntekter Foretaket mottar fra produktleverandører/forvaltere

[...]

Foretaket opplyser at 94,4% av porteføljen på Porteføljekonto genererer inntekter fra forvaltere og leverandører [...]. Porteføljeinntektene blir tillagt kundens beholdning, som det igjen beregnes porteføljekontoavgift av.

Finanstilsynet redegjør videre for at kunden i henhold til avtale om porteføljekonto er forpliktet til å ha en kontantandel på 5 % av markedsværdien av kundens finansielle instrumenter/produkter, med tillegg av kontantbeholdning og påløpte renter, gitt at kunden har «Assets Under Management» (AUM) under 5 millioner kroner. Procentsatsen synker deretter med økende AUM.

### 3.2.3 Kundens interesse, arbeidsprosess mv.

Når det gjelder foretakets vurdering av, og prosedyrer for å vurdere, hvem porteføljekonto passer for, viser Finanstilsynet til at foretaket på tilsynstidspunktet oppga at 27 % av kundene hadde flyttet over fra handelskonto til porteføljekonto, og at:

Foretaket har opplyst bl.a. i media at det har en ambisjon om å bringe halvparten av kundenes egenkapital inn i den nye ordningen innen medio juni 2012. Foretakets uttalelse fremstår som en ambisjon løsrevet fra hva som tjener den enkelte kunde. Dette kan således bli oppfattet som et moment som skal vektlegges av investeringsrådgiverne og dermed i seg selv utgjøre en interessekonflikt. Finanstilsynet forutsatte i Varsellet at Foretaket hadde identifisert og truffet rimelige forholdsregler for å håndtere denne mulige interessekonflikten, jf. vphl. § 10-10 og vpf. § 9-23.

Finanstilsynet viser til at foretaket i tilsvaret presiserer at det aldri har ment å gi uttrykk for ambisjoner om at kunder som ikke er tjent med, eller ønsker konseptet, likevel skal overføres til porteføljekonto, samt at foretaket har skrevet på sine nettsider at det skal gjøres en individuell vurdering av om porteføljekontoen er egnet for hver kunde. Finanstilsynet påpeker at det samtidig skrives på foretakets nettside at for en kunde som skal sitte investeringen ut og ikke gjøre andre transaksjoner i perioden, men deretter ønsker å investere salgssummen, kan det være fornuftig å gå over til porteføljekonto. Finanstilsynet peker på at selv om reinvesteringen vil skje uten tegningskostnader, vil kunden ha betalt månedlige avgifter i den periode vedkommende ikke har foretatt transaksjoner, og at kostnadene ved dette kan være større enn tegningskostnadene ved reinvesteringen. Finanstilsynets utgangspunkt er derfor at for å kunne sikre at råd om porteføljekonto er i kundens interesse, må

foretaket i sin rådgivning hensynta forholdet mellom løpende kostnader i antatt løpetid vs. tegningskostnader ved reinvestering.

Finanstilsynet viser videre til at det i foretakets «[a]rbeidsprosess for overføring til Porteføljekonto» pålegges rådgiveren å begrunne hvorfor kunden skal flyttes til porteføljekonto, og at eksempel på grunn til å flytte til porteføljekonto oppgis å være at «kunden har en fremtidig plan om høy aktivitet innen kjøp, salg og switcher av finansielle instrumenter i PK». Finanstilsynet skriver at:

I den forbindelse ville det vært naturlig, slik Finanstilsynet vurderer det, at Foretaket veiledet sine rådgivere om hvordan man foretar en simulering av hvor høy aktivitet den aktuelle kunde må ha for at det kan forsvare overføring til Porteføljekonto.

Slik Finanstilsynet vurderer det burde nevnte arbeidsprosessdokument vært konkretisert, slik at et krav om simulering fremkom.

#### 3.2.4 Informasjonsmaterieell mv.

Finanstilsynet mener informasjonsmaterieell og kundeavtale ikke er utformet i tilstrekkelig forståelig form, og herunder at avgiftsstrukturen i form av sammensetning og beregningsmåte fremstår som kompleks. For øvrig er det Finanstilsynets vurdering at porteføljeginntekter fremstår, i motsetning til avgiftene, som en mer diffus og usikker størrelse som er vanskelig å ettergå/kontrollere for kundene, og at foretaket burde vurdert en uavhengig ekstern revidering av beregning og godskrivning av porteføljeginntekter.

#### 3.2.5 Avlønning

Finanstilsynet skriver at foretaket under det stedlige tilsynet opplyste at rådgiverne ikke får særskilt transaksjonsgodtgjørelse ved overføring fra handelskonto til porteføljekonto, men at det i en periode var en kampanje som la opp til bonusgodtgjørelse i forbindelse med introduksjon og overføring til porteføljekonto, og at foretaket anfører i tilsvaret at disse insitamentene var gitt for «å fremme medarbeidernes innsats knyttet til introduksjon av et nytt konsept som ville være gunstig for og ønsket av et betydelig antall kunder».

Finanstilsynet skriver videre at:

Det følger av lønnsavtalen for investeringsrådgivere i Foretaket at variabel lønn består av Porteføljeprovisjon (PP) og transaksjonsbasert provisjon. PP "beregnes ut fra kundens AUM på porteføljekonto". AUM på Handelskonto nevnes ikke i avtalen. Rådgiveren mottar følgelig ikke porteføljeprovisjon for innestående på Handelskonto. Rådgiveren vil derfor, især for kunder med lav transaksjonsaktivitet og eller portefølje med stort innslag av illikvide aktiva, ha en egeninteresse av å overføre porteføljen til Porteføljekonto for derav å generere PP. Det følger videre av lønnsavtalen at prosentsatsen for rådgiverens provisjon øker med størrelsen på AUM på porteføljekonto (i henhold til tabellen "Trinn

for AUM PK"). Rådgiveren vil altså, slik Finanstilsynet vurderer det, ha ytterligere et incitament til å flytte hele kundens portefølje over til Porteføljekonto.

[...]

Finanstilsynet legger etter dette til grunn at Foretaket har hatt en lønnsmodell som åpenbart kan medvirke til rådgivning i strid med kundens interesser.

### 3.2.6 Transaksjonshyppighet og produktsammensetning under porteføljekonto

Finanstilsynet viser til at foretaket opplyste at det ved utgangen av august 2011 var 3914 kunder med porteføljekonto, og at kundene i gjennomsnitt hadde foretatt 2,5 transaksjoner siden 1. januar 2011. Finanstilsynet ba om en oversikt over konkret antall transaksjoner per enkelt kunde med porteføljekonto i denne perioden (1. januar til 31. august 2011) og fant at:

- Av 3914 kunder hadde 1395 kunder ikke gjort noen transaksjoner overhodet i perioden.
- 2028 kunder hadde 0 eller 1 transaksjon i løpet av perioden.
- 3272 kunder hadde færre enn seks transaksjoner i løpet av perioden
- Kun 205 kunder hadde mer enn 10 transaksjoner i løpet av perioden.

Finanstilsynet opplyser at de forstår tallmaterialet dithen at transaksjoner i forbindelse med avslutning av kundeforhold her er medtatt, samt «*automatisk*» avvikling/utløp av posisjoner hvor verken kunde eller rådgiver har påvirket transaksjonstidspunktet. Dette omhandler i alt 1998 transaksjoner.

Finanstilsynets beregninger viser at 74 % av de aktivaene som er overført til porteføljekonto i perioden 1. januar til 31. august 2011 skriver seg fra hhv. eiendomsinvesteringer i aksjeselskaper (58 %) og aksjer i shipping/private equity/infrastruktur (16 %).

### 3.2.7 Stikkprøvekontroll

Finanstilsynet opplyser at de bl.a. har innhentet og gjennomgått dokumentasjon for 20 tilfeldige kunder som har blitt overført til porteføljekonto, samt «et utvalgt på de siste åtte kunder som hadde gjort transaksjoner i Porteføljekonto i Perioden» (Perioden er fra 1. januar til 31. august 2011). Finanstilsynets gjennomgang oppsummeres i åtte observasjoner:

- Mangelfull dokumentasjon av rådgivningsprosessen ved overføring til porteføljekonto.
- Kunder med utelukkende eller en betydelig andel av illikvide og/eller langsiktige investeringer i sin portefølje har blitt rådet til å overføre hele sin portefølje til porteføljekonto, uten at det er sannsynliggjort hvorfor dette er et egnet råd og uten at forholdet til opprinnelig investeringsråd er omtalt eller angitt.
- Foretaket er ved egnethetsvurdering gjennomgående opptatt av at kunden har tilstrekkelig likviditet til å bære de månedlige porteføljekontoavgiftene, og

- Finanstilsynet mener at det forhold at kundens evne til å bære de månedlige porteføljekontoavgiftene gjennomgående er vurdert, står i kontrast til fraværet av individuell vurdering av forventet transaksjonsnivå og forventet bruk av tilleggstjenester opp mot løpende kostnader/avgifter for kunden i samme periode.
- Bruk av standardbegrunnelser ved overføring av kunder til porteføljekonto, og at standardbegrunnelsene fremstår til en viss grad også å være en enklere omskrivning av de salgsargumenter som gjenfinnes i foretakets markedsføring. Det er Finanstilsynets vurdering at den omfattende bruken av standardbegrunnelser, i kombinasjon med fravær av dokumentert individuell vurdering hvor man har sett konkret på forventet transaksjonsnivå og/eller forventet bruk av hvilke tilleggstjenester, er en klar indikasjon på at rådgiverne ikke har gjort noen reell vurdering av om det er i denne kundens interesse å foreta en overføring av porteføljen til porteføljekonto.
  - I ca. 80 % av eksemplene i utvalget har hele kundens portefølje blitt overført til porteføljekonto, og det fremkommer heller ikke av begrunnelsen om rådgiveren i disse tilfellene har vurdert delvis overføring av porteføljen. Sett i sammenheng med at 74 % av aktivaene som var overført til porteføljekonto skriver seg fra hhv. eiendomsinvesteringer i aksjeselskaper og aksjer i shipping/private equity/infrastruktur, er dette, slik Finanstilsynet vurderer det, en klar indikasjon på at foretaket ikke har hatt kundens interesse i fokus ved overføring til porteføljekonto.
  - Ingen analyse av nødvendig transaksjonsnivå for å gi kostnadsbesparelser.
  - Finanstilsynet har unntaksvis observert en individuell, men ikke tallfestet, vurdering av kunders forventede transaksjonshyppighet under porteføljekonto. Finanstilsynet finner imidlertid ingen individuell analyse av hvilket transaksjonshyppighetsnivå kunden må ha for at porteføljekonto er til det beste for kunden i stedet for handelskonto.
  - Foretaket har i flere av eksemplene inntatt standardformuleringer om at kunden er opptatt av å kunne benytte seg av de tilleggstjenester som tilbys porteføljekontokunder, men Finanstilsynet finner sjelden noen individuell vurdering av hvilke spesifikke tilleggstjenester som kan være aktuelle for den enkelte kunde, eller noen individuell analyse av hvor mange og hvor ofte kunden bør benytte seg av disse tilleggstjenestene for at dette skal gi kostnadsbesparelser for kunden i forhold til handelskonto.
  - Warrants er lagt inn i porteføljekonto, og de warrants som Finanstilsynet har kommentert i rapporten, er av foretaket omtalt som illikvide i den dokumentasjonen Finanstilsynet mottok i forkant av rapporten. Slik Finanstilsynet vurderer det, var dette naturlig og riktig, all den tid de aktuelle warrants ikke var børsnoterte og noe annen form for annenhåndsmarked ikke var kjent. Finanstilsynet skriver at foretaket i etterkant opplyser at det må være en feil i foretakets dokumenter at warrants er omtalt som illikvide, da foretaket mener warrants er en «normalt likvid» investering.

### 3.2.8 Konklusjon

Finanstilsynet konkluderer med at foretaket gjennom dets oppbygging og praktisering av porteføljekontokonseptet har opptrådt i strid med god forretningsskikk ved ikke å ha påsett at kundenes interesser blir ivaretatt på beste måte, jf. vphl. § 10-11.

### 3.3 Organisering, styring og kontroll; compliance

Finanstilsynets vurdering er at compliancefunksjonens uavhengige rolle ikke har vært tilstrekkelig definert i stillingsbeskrivelser og arbeidsprosesser til å sikre at compliancefunksjonen kan ivareta sine oppgaver på en effektiv og uavhengig måte, jf. verdipapirforskriften § 9-8 tredje ledd bokstav a.

Finanstilsynet mener videre at foretaket vanskelig kan gjennomføre sine plikter etter verdipapirforskriften § 9-8 uten å ha en overordnet årlig/halvårlig plan eller annet strukturert arbeidsverktøy for kontroll- og oppdateringsoppgaver. Finanstilsynets vurdering er at årsplanen for compliance også inneholdt oppgaver for business control-enheter, og at dette underbygger vurderingen av foretakets manglende vektlegging av uavhengig kontroll.

Finanstilsynet påpeker at foretaket ikke har en samlet oversikt over hendelser og avvik, og Finanstilsynet vurderer det som helt nødvendig med en slik oversikt.

Finanstilsynet viser videre til at de to «Sentral compliancerapportene», fra henholdsvis september 2010 (Sentralrapport1) og juni 2011 (etter stedlig tilsyn) fremstår isolert sett som grundige, men at Finanstilsynet er kritisk til ledelsens oppfølging av rapportene generelt, og innholdet spesielt, og at det ikke ble gjennomført noen (enkler) kontroller fra compliance knyttet til overføring til porteføljekonseptet, gitt de alvorlige observasjoner og funn som fremkom i Sentralrapport1.

Ifølge Finanstilsynet er hensiktsmessig rapportering en viktig del av compliancefunksjonen i foretaket, og Finanstilsynet hevder at foretakets rapporteringsstruktur ikke synes å sikre en uavhengig rapport fra complianceansvarlig. Finanstilsynet illustrerer dette med å vise til Sentralrapport1 (september 2010), som ifølge Finanstilsynet er av en slik karakter at den åpenbart burde vært rapportert til styret, herunder fordi det der ble avdekket alvorlige brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser, og det fremkom også uenighet mellom compliance og ledelse på sentrale områder. Finanstilsynet viser til at administrerende direktør til tross for dette 2. november 2010 avga en «ren» compliancerapport for september 2010 til styret, uten av Sentralrapport1 er omtalt, og der det utelukkende er gitt status for pågående klagesaker. Finanstilsynet viser videre til at Sentralrapport1 ikke er dokumentert behandlet i styremøtene 15. september eller 17. november 2010.

Finanstilsynet ser svært alvorlig på at vesentlige complianceforhold ikke kan dokumenteres brakt videre til foretakets styre som organ, verken av administrerende



direktør, styreleder eller compliance. Finanstilsynet viser til at foretakets anførsel om at informasjonen ble gitt muntlig i styremøte 17. november 2010 står i kontrast til at styret i samme møte dokumenterte at det behandlet revisjonsrapport fra internrevisor KPMG om «Prosess for investeringsrådgivning (MiFID)», som i følge Finanstilsynet var langt mer positiv enn Sentralrapport1. Finanstilsynet har også stilt spørsmål ved hvorfor styret ikke har etterspurt rapporter fra compliance, eller stilt spørsmål ved de «svært enkle "compliance-rapportene"» fra administrerende direktør.

Finanstilsynet viser til at det i Sentralrapport1 ble anbefalt å sende ut et brev til alle kunder som var overført til porteføljekonto, hvor kundene skulle gis mulighet til å returnere til handelskonto kostnadsfritt. Finanstilsynet legger til grunn at foretaket på dette punktet har valgt ikke å følge compliance sine anbefalinger. Finanstilsyn påpeker at avvik fra compliance sine anbefalinger bør være «saklig og godt forankret i foretaket, og bør med fordel dokumenteres», hvilket ikke skjedde i foreliggende tilfellet. Finanstilsynet mener avviket føyer seg inne i en rekke av observasjoner hvor «compliancefunksjonens uavhengige rolle ikke synes å være understøttet av ledelse og styre».

### **3.4 Organisering, styring og kontroll; Team Forkontroll**

Finanstilsynet viser til at «team forkontroll» ikke medregnes til den uavhengige compliancefunksjonen, og påpeker at det er kritikkverdig at foretaket likevel har plassert viktige complianceoppgaver her. Finanstilsynet hevder videre at forkontrollen heller ikke i tilstrekkelig grad har vurdert kvaliteten på rådgivning, slik det fremkommer av dokumentet «Arbeidsprosess for kontroll av ordre, team forkontroll» at formålet med forkontrollen skulle være.

### **3.5 Tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester**

Finanstilsynet finner at de forhold som er omtalt «representerer så alvorlige og systematiske brudd på bestemmelser gitt i medhold av verdipapirhandelloven og dens forskrifter at vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til yte investeringstjenester er til stede, jf. vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 og 5».

Finanstilsynet mener at tilbakekall av foretakets tillatelser er en «adekvat og forholdsmessig» reaksjon.

Finanstilsynet skriver at de er innforstått med at det som følge av foretakets rolle som depotmottaker er et stort antall kunder som vil bli berørt av et tilbakekall av foretakets tillatelser, og at for et mindretall av de produkter foretaket har hatt depotansvaret for, kan det «muligens også være mer byrdefullt å finne alternative depotmottakere», og at foretaket har pekt på flere utfordringer knyttet til eventuell avvikling av dets rolle som depotmottaker. Finanstilsynet finner imidlertid at hensynet til kundene kan ivaretas på en tilfredsstillende måte ved at foretaket gis en avviklingsperiode.

Finanstilsynet fattet følgende vedtak:

I medhold av vphl. §§ 9-4 (1) nr. 4 og 5 kaller Finanstilsynet tilbake Acta Asset Management AS' tillatelser til å yte investeringstjenester som nevnt i vphl. § 2-1 (1) nr. 1, 2 og 5, samt de tilknyttede tjenestene 1, 3, 4 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2). Foretaket kan yte investeringstjeneste nr. 1 og 2 frem til 31. august 2012 så langt det er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforhold. Foretaket kan i avviklingsperioden ikke ta kontakt med eller få/betjene nye kunder. Foretaket kan heller ikke i avviklingsperioden yte tjenester til eksisterende kunder utover hva som er nødvendig for å avvikle kundeforholdet.

## **4 KLAGERS ANFØRSLER**

### **4.1 Innledning**

I klagen 2. mai 2012 anfører foretaket at Finanstilsynets vedtak bygger på uriktig faktumbedømmelse, uriktig rettsanvendelse og feil i utøvelsen av det forvaltningsrettslige skjønnet, og at Finanstilsynet har gjort alvorlige saksbehandlingsfeil. Foretaket anmoder om at vedtaket prinsipielt oppheves i sin helhet, og subsidiært at «tillatelsene til å yte mottak og formidling av ordre, samt utførelse av ordre og tilleggstjenestene i alle tilfeller ikke tilbakekalles».

### **4.2 Rådgivning - porteføljekontokonseptet**

Klager anfører at porteføljekontokonseptet ble utviklet for å redusere interessekonflikter i selskapet, ved at rådgiverne ikke lenger hadde økonomisk egeninteresse av å foreslå endringer i porteføljen. Klager viser til at kunden betaler en fast avgift for rådgivningen, depottjenester, et fritt antall transaksjoner og tilleggstjenestene, og at kundens plasseringer følges opp av en rådgiver. Etter foretakets oppfatning er konseptet en nyvinning, men slik at avgiftsmodellen (fast avgift) til en viss grad kan sammenlignes med den modellen kunder normalt er kjent med gjennom kjøp av fondsandeler eller aktiv forvaltning. Foretaket mener at oppfølgingen kundene får med forslag om nye investeringer, og forslag om endringer i eksisterende portefølje, samt at man får tilgang til én faktisk rådgiver, er vel så viktig som tilleggstjenestene, som er rabattert skatterådgivning fra Deloitte, regnskapstjenester fra Mirror Accounting, tilgang til foretakets årlige investeringskonferanse og seminarer om privatøkonomiske forhold, analyseprodukter, personlig forvaltningsplan mv.

Foretaket viser til at det var kunder med samlet portefølje over NOK 500 000 som kunne kontaktes for overføring til porteføljekonto, og at av de 13 000 til 14 000 kunder som etter den overordnede retningslinjen kunne følges opp, ble det inngått 3 600 – 3 900 (avhengig av tidspunkt) avtaler om porteføljekonto. Foretaket anfører at dette «viser at AAM har foretatt en individuell vurdering av hva kundene er tjent med». Foretaket anfører videre at avtalen om porteføljekonto «ble gjort så enkel som det lot

seg gjøre og inneholdt regneeksempler for å gjøre avgiftsstrukturen lett tilgjengelig. Produktet er lett å forstå og er ikke særlig komplisert slik tilsynet synes å mene». Foretaket viser videre til at skjema for overflytting til porteføljekonto «inneholder den begrunnelse som tilsa overflytting, samt hvilke produkter som overflyttes eller at alle produkter skulle overflyttes. Kunden undertegnet skjemaet».

#### **4.3 Rettslig utgangspunkt – kravene til god forretningsskikk i forbindelse med porteføljekontokonseptet**

Klager anfører at premissene i Finanstilsynets vedtak synes å bygge på en grunnleggende feil i rettsanvendelsen fordi overføring til porteføljekonto ifølge klager innebærer en flytting av kundens finansielle instrumenter fra et kontosystem til et annet, men er ingen investeringsbeslutning. Klager begrunner dette med at:

Karakteristika og hensyn ved en slik overføring skiller seg på vesentlige punkter fra investeringsbeslutninger. For eksempel vil det ikke være tale om et konstaterbart tap eller gevinst. Overflytting innebærer videre fordeler som ikke kan omregnes til et konkret beløp, for eksempel tilgang til rådgiver. Finanstilsynet synes imidlertid - uten nærmere drøftelser - å ha anvendt verdipapirrettslige krav relatert til investeringsbeslutninger på overføringen til porteføljekonto. Dette innebærer at utgangspunktene for Finanstilsynets vurderinger blir for strenge og uriktige, og konklusjonene ikke rettslig holdbare.

Klager anfører herunder at kravene til egnethetstest, jf. verdipapirforskriften § 10-16, ikke kan anvendes direkte på rådgivningen knyttet til flytting til porteføljekonto, og at foretaket har oppfylt de generelle kravene til god forretningsskikk for foretakets ikke-konsesjonspliktige virksomhet ved å gjennomføre en egnethetstest som er tilpasset overflyttingssituasjonen.

Klager mener for det andre at foretakets «rådgivning» ved overføring til porteføljekonto ikke er investeringsrådgivning, jf. vphl. § 2-4 første ledd, og skriver at:

De krav som stilles til rådgivningen under god forretningsskikknormen må klart nok tilpasset dette faktum. Rådgivningen skal være av god kvalitet og forsvarlig begrunnet. Det er likevel ikke slik at alle de momenter som er aktuelle i forbindelse med investeringsrådgivning gjør seg gjeldende i relasjon til spørsmål om flytting til porteføljekonto. Når kunden skal foreta en investeringsbeslutning i finansielle instrumenter, må rådgiver hensynta elementer som instrumentenes forventede avkastning/avkastningspotensiale, volatilitet, risiko for tap mv. Slike vurderinger er ikke aktuelle ved en beslutning om å flytte instrumenter til porteføljekonto, der det ikke er tale om verken avkastning eller risiko - kun tilgang til tjenester og en kontoavgift. Dette avgjørende skillet kan ikke sees å være reflektert i Vedtaket.

Klager mener at «[d]et faktum at kostnadene knyttet til porteføljekonto kan vise seg å bli høyere enn handelskonto på grunn av at kunden har få transaksjoner kan ikke rimeligvis omtales som noe "tap", jf. for det første det faktum at avgiftens størrelse er

definert og kjent i forkant, og at porteføljekonto dessuten inneholder en rekke tjenester som kunden uansett transaksjonsvolum vil kunne ønske å få og betale for.

Klager anfører for det tredje at verdipapirhandellovens krav til dokumentasjon for investeringstjenester, jf. vphl. § 9-11 første ledd, ikke kommer direkte til anvendelse, og klager viser til at Finanstilsynet uten å problematisere hjemmelsspørsmålet skriver i vedtaket at foretaket har plikt til å dokumentere «sin virksomhet på en slik måte at Finanstilsynet til enhver tid kan kunne kontrollere at de overholder gjeldende regelverk».

Klager skriver videre at:

Vurderingen av *kundenes interesse* blir også vesensforskjellig i forbindelse med valg av betjeningskonsept sammenholdt med situasjonen der kunden skal foreta en beslutning om investering i finansielle instrumenter. Ved valg av betjeningskonsept er alle elementer transparente for kunden, og det er ikke tale om å vurdere hvorvidt kunden forstår forholdet mellom risiko og avkastning mv. Det er for kundene lett å forstå de spørsmålene og momentene som må vurderes. Ved transaksjonsbasert rådgivning er det dessuten slik at kostnadene ved hver transaksjon vil redusere avkastningspotensialet i produktet tilsvarende. Ved valg av betjeningskonsept tilsvarende porteføljekonto kan imidlertid ikke forholdet mellom antall transaksjoner og betjeningskostnadene kalkuleres direkte. Fordelen av å ha én rådgiver som følger opp og informerer om muligheter i markedet, øker dessuten etter Foretakets oppfatning muligheten for at kunden oppnår høyest mulig avkastning på porteføljen som helhet. Dette har etter Foretakets oppfatning en egenverdi. I tillegg kommer verdien av de andre tjenestene som er inkludert i porteføljekontokonseptet.

Ifølge klager kan et eventuelt brudd på god forretningsskikk relatert til overføring av instrumenter til porteføljekonto bygges på følgende to forhold:

1. Foretaket har tatt utenforliggende hensyn i forbindelse de anbefalinger som gis.
2. Foretaket har utøvet sitt skjønn i strid med kundens interesser. Foretakets skjønn må være relativt romslig hva gjelder valg av investeringskonsept. Det kan ikke være tilstrekkelig at Finanstilsynet ved dets saksbehandler hadde falt ned på en annen beslutning uten at det kan pekes på uforsvarlige vurderinger fra Foretakets side. Finanstilsynets konklusjon kan ikke baseres på antakelser og indikasjoner, og kravene til beslutningsgrunnlaget må klarligvis skjerpes i takt med sanksjonens alvorlighet.

#### **4.4 Klagers kommentar til Finanstilsynets anførsler om praktisering av porteføljekontokonseptet**

Klager mener Finanstilsynet ikke har tillagt vekt, eller tillagt for liten vekt, opplysninger som er nedskrevet i etterkant av rådgivningsprosessen og muntlige opplysninger avgitt av rådgiver i etterkant av rådgivningsprosessen og i forbindelse med stedlig tilsyn.

Klager mener at «det ikke er tilstrekkelig til å konstatere brudd på god forretningsskikk å vise til at produkter som er/var lite likvide eller hadde langsiktig investeringshorisont, er overført til porteføljekonto». Klager anfører at det avgjørende i denne sammenheng må være lengden på kundens, ikke produktets, gjenværende investeringshorisont på tidspunktet for overføringen, og at det ikke foreligger forhold som har medført endring i denne investeringshorisonten. Klager anfører videre at dersom kunden har tenkt å reinvestere etter salg av eiendomsinvesteringene, kan kunden ha produktet stående på porteføljekonto i flere år før avgiftene overstiger sparte transaksjonskostnader.

Ifølge klager er det et poeng at kunders behov for aktiv rådgivning, og aksept for å betale for tilleggstjenester, gjelder uavhengig av hvilke investeringsprodukter kunder er investert i og videre at:

Behovet for rådgivning kan være like relevant, enten man foretar mange eller ingen transaksjoner i en periode

Foretaket påpeker også at det i etterkant av Foreløpig rapport har gjennomført en undersøkelse blant kundene om deres forhold til porteføljekonto, både i forhold til hvordan konseptet er oppfattet og brukt. Kundene fikk anledning til å overføre instrumentene tilbake til handelskonto. Undersøkelser gjort frem til 6. mars 2012 viser at det overveldende flertall, 1079 av 1138 kunder, har helt eller delvis ønsket å fortsette med konseptet slik det var, uavhengig av om deres plasseringer var "likvide" eller "illikvide" instrumenter.

Klager skriver videre at

Det er riktig at rådgivere i sine begrunnelser/redegjørelser knyttet til hvorfor kundens portefølje flyttes har påpekt at kunden er økonomisk i stand til å bære kostnadene ved porteføljekonto. Dette indikerer imidlertid ikke at Foretaket er opptatt av å sikre egne interesser i motsetning til å vurdere om konseptet er egnet for kunden. Tvert om er det å vurdere kundens økonomiske evne til å bære kostnadene ved konseptet, relevant og forsvarlig.

Klager er uenig med Finanstilsynets i at foretakets bruk av standardbegrunnelser ved overføring til porteføljekonto er «en klar indikasjon på at rådgiverne ikke har gjort noen reell vurdering av om det er i denne kundens interesse å foreta en overføring av porteføljen til porteføljekonto». Klager viser for det første til at foretaket på bakgrunn av etterfølgende samtaler med rådgiver har dokumentert ytterligere informasjon om de vurderinger som ble foretatt. For det andre kan ikke foretaket se at like formuleringer/begrunnelser i seg selv er i strid med god forretningsskikk, og viser herunder til at det likevel kan være foretatt individuelle vurderinger, samt at det også må tas hensyn til at saken ikke gjelder investeringsrådgivning. Videre skriver klager at:

Det er også naturlig at begrunnelsene inneholder tilsvarende argumenter som benyttes i markedsføringsøyemed. Det er nettopp fordelene ved konseptet som må begrunne hvorfor det er passende for kunden.

Klager viser også til at et par av de eksempler Finanstilsynet tidligere har fremhevet som eksempel på standardbegrunnelser, tar utgangspunkt i samme tekst, men slik at det «er åpenbart gjort endringer for å gjenspeile de individuelle forskjellene», og foretaket har vedlagt disse begrunnelsene som bilag til klagen.

Foretaket er ikke enig i at det er et brudd på god forretningsskikk om foretaket på kundenivå ikke har simulert hvilket transaksjonsnivå som vil være kostnadsbesparende, og foretaket er heller ikke enig i at slik simulering i alle tilfeller vil være nødvendig og/eller hensiktsmessig.

Klager anfører at det ikke er korrekt av Finanstilsynet å fokusere på kostnadsbesparelsene ved tilleggstjenestene og skriver at:

For enkelte kunder vil det å ha tilgang til tilleggstjenestene ha en egenverdi. For andre er det verken transaksjonsnivå eller tilleggstjenester som er avgjørende, men nettopp det å ha en aktiv og tilgjengelig personlig rådgiver som følger med på både makroøkonomiske forhold, porteføljens utvikling, og nye produkter. Mange kunder har også valgt konseptet fordi rådgiver ikke har en interesse i å foreslå transaksjoner fordi det genererer inntekter til Foretaket eller rådgiver - eller å foreslå noen produkter fremfor andre.

Klager gir uttrykk for at det er uklart hva som er Finanstilsynets kritikk når det gjelder warrants lagt inn i porteføljen, og at foretaket ikke kan se at det å overføre warrants til porteføljekontoen på generelt grunnlag er i strid med god forretningsskikk.

Når det gjelder antall gjennomførte transaksjoner skriver foretaket at:

Finanstilsynet fremhever at antall transaksjoner per person tilsier ikke at porteføljekontokonseptet var passende for kundene. Finanstilsynet nevner imidlertid ikke betydningen av hvor mange kontaktpunkter som har vært mellom Foretaket og kundene. Etter Foretakets oppfatning er antall kontaktpunkter med rådgiver et mer relevant parameter hvis man skal hensynte etterfølgende omstendigheter. For ordens skyld påpekes at Foretaket i utgangspunktet mener at etterfølgende faktiske handlinger ikke kan ha betydning utover å avgjøre hvorvidt Foretaket har fulgt opp kundene i henhold til porteføljekontoavtalen. Det må også tillegges vekt at i enkelte tilfeller kan én transaksjon være tilstrekkelig for at kunden kommer kostnadmessig bedre ut ved valg av porteføljekonto enn ved handelskonto (i sistnevnte konsept belastes kunden honorar for hvert kjøp/salg).

#### **4.5 Klagers kommentarer til Finanstilsynets anførsler om oppbyggingen av porteføljekontokonseptet**

Klager anfører at Finanstilsynet har lagt feil faktum til grunn når de hevder at det ikke rutinemessig er vurdert å gjøre en delvis overføring av porteføljen. Foretaket er videre uenig i at arbeidsprosessene anses utilstrekkelige fordi det ikke fremkommer konkret at det skal spesifiseres hvilke tilleggstjenester kunden ønsker å benytte seg av, og anfører at «så lenge det er et moment i vurderingen at kunden er interessert i tilleggstjenestene kan det ikke være avgjørende at disse ikke alltid er konkretisert».

Når det gjelder Finanstilsynets anførsler om lønnsmodellen, anfører klager at lønnsmodellen i foretaket er laget under forutsetning av at alt arbeid, herunder anbefalingene knyttet til overføring til porteføljekonto, skulle gjøres i henhold til relevant lovgivning og retningslinjer og til det beste for kunden, og at foretaket ved utarbeidelse av lønnsmodellen opptrådte aktsomt ved at det søkte å avdekke potensielle interessekonflikter, og viser til «fremlagt notat utarbeidet av compliance».

Klager presiserer at selv om foretaket er enig i at informasjonsmaterieell og avtale kunne forbedres, betyr ikke dette at de i utgangspunktet ikke var i samsvar med loven. Klager skriver at det etter foretakets oppfatning uansett er «åpenbart at presiseringer i avtalen og informasjonsmateriellet verken hver for seg eller samlet gir grunnlag for å anføre at kundemassen som helhet ikke har fått informasjon i en forståelig form til at en kunde kan fatte en informert beslutning».

#### **4.6 Oppsummering – porteføljekontokonseptet**

Klager oppsummerer at:

Finanstilsynet har lagt til grunn for strenge krav ved vurdering av anbefalinger om overflytting til porteføljekontokonseptet. Disse anbefalingene er ikke investeringsrådgivning.

Finanstilsynet har dessuten fattet sin beslutning på et uriktig faktisk grunnlag når det ikke har hensyntatt etterfølgende redegjørelser og opplysninger.

Finanstilsynet har basert sine konklusjoner på antakelser og indikasjoner. Finanstilsynet har ikke angitt i hvor mange tilfeller de ulike observasjonene gjør seg gjeldende. Dette er ikke tilstrekkelig for å hevde at kravene til god forretningsskikk faktisk er brutt.

Eventuelle mangler ved oppbyggingen av porteføljekontokonseptet ikke kan anføres som brudd på god forretningsskikk i forhold til kunden. Kunden kan ha fått et godt råd selv om eksempelvis arbeidsprosessen var upresis eller det forelå andre formalfeil. Dette underbygges av at kundene har vært fornøyd med løsningen.

## 4.7 Compliance

Klager hevder at foretakets compliancefunksjon «går utover de krav lovgivningen oppstiller». Klager viser til at foretaket har én complianceansvarlig i selve foretaket, og i tillegg har foretaket hatt en avtale med sitt søsterselskap Acta Corporate Services AS om bistand ved utførelse av complianceoppgaver.

Klager anfører at Finanstilsynets oppfatning av at foretaket ikke hadde en uavhengig og tilstrekkelig operativ compliancefunksjon «særlig ble dokumentert ved at brudd på verdipapirhandelloven ikke var avdekket av foretaket selv» og klager mener at Finanstilsynet kun «i begrenset utstrekning var villig til justere konklusjonen fra Foreløpig rapport, til tross for at de faktiske forutsetninger var vesentlig endret», og viser til at Finanstilsynet endret sin konklusjon fra «ikke en uavhengig og tilstrekkelig operativ compliancefunksjon» til «ikke en tilstrekkelig klar forståelse og bevissthet». Klager anfører at «reelt har Foretaket hatt en klar forståelse av compliance uavhengige rolle. Foretaket har også oppfylt de krav som vpf. § 9-8 stiller til Foretakets plikt til å sørge for en uavhengig compliance»

Klager viser til Finanstilsynets anførsel om at foretaket ikke har fulgt opp kontrollene/rapportene på tilstrekkelig vis, og at «[d]ette skal understøtte at Foretaket ikke har et tilstrekkelig bevisst forhold til compliancefunksjonens rolle», mens foretaket mener at «rapportene er behandlet på en måte som nettopp ivaretar de reglene lovgivningen gir uttrykk for».

Klager skriver blant annet følgende om oppfølgingen av den såkalte Sentralrapport1:

Anbefalingene fra compliance ble drøftet med Foretakets ledelse, hvoretter ledelsens kommentarer ble innarbeidet i rapporten. Som følge av en uenighet mellom ledelse og compliance om de observasjonene compliance hadde påpekt og hvilke tiltak som skulle iverksettes, ble det initialt ikke innarbeidet en fremdriftsplan i Sentralrapport1. Forholdene ble imidlertid drøftet videre og i ettertid (men før stedlig tilsyn) ble følgende tiltak iverksatt: 1) presisert arbeidsprosess, 2) opplæring av ansatte, og 3) egnethetstest forut for flytting. Selv om Foretaket etter ytterligere gjennomgang mener at compliance' krav går lenger enn det er juridiske holdepunkter for, kan en overoppfylling av kravene ikke være uriktig. Etter Foretakets oppfatning er det således ikke riktig at Sentralrapport1 ikke ble fulgt opp på tilstrekkelig vis.

Klager skriver blant annet følgende om rapporteringen til styret:

Foretaket redegjorde i Foreløpig Rapport for at selv om compliance' rapportering til styret formelt ble oversendt fra administrerende direktør til styret, var det reelt en rapportering fra compliance til styret. Compliance ga administrerende direktør den informasjon som skulle inn i rapporten.



#### **4.8 Rettslig vurdering – vilkår for tilbakekall av foretakets tillatelser**

Klager mener det ikke er påvist forhold som gir grunnlag for tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 og 5, og at Finanstilsynet heller ikke redegjør nærmere for sin rettslige vurdering eller subsumsjon av om overtredelsene er alvorlige eller systematiske.

Klager anfører videre at Finanstilsynet synes å gi uttrykk for at en minimumsforutsetning for at det angivelige brudd på god forretningsskikk i forbindelse med overflytting til porteføljekonto skal representere et alvorlig eller systematisk brudd på verdipapirhandelloven, er at kundens «berettigede forventninger» er brutt. Klager mener Finanstilsynet ikke har gjort noe for å kartlegge om det faktisk foreligger et slikt forventningsbrudd, men at foretaket «har tvert om opplyst at kundene gjennomgående virker fornøyd, og fortsetter å betale de aktuelle avgifter, selv etter å ha fått tilbud om å flytte tilbake til handelskonto».

Klager hevder at det dessuten ikke foreligger «en risiko for kundene for store tap. Den økonomiske "nedsiden" er begrenset, definert og akseptert».

#### **4.9 Skjønnsutøvelsen**

Klager viser til at Finanstilsynet i foretakets disfavør har vektlagt søsterselskapet Acta Kapitalforvaltning AS' historikk. Klager anfører at:

Det faktum at det foreligger relasjoner mellom to verdipapirforetak i form av for eksempel felles eierskap eller felles kundeavtaler kan klart nok ikke danne holdbart grunnlag for å identifisere foretakene med hensyn til funn i stedlig tilsyn. Det må i tilfellet påpekes hva som gjør det naturlig å la svikt i det ene foretaket tale også i det andre foretakets disfavør. Dette har Finanstilsynet ikke gjort.

Klager anfører videre at Finanstilsynet heller ikke synes å ha satt seg inn i de faktiske forhold, og at «samlet sett synes vektleggingen av historikken fra AKF å springe ut av en uhjemlet identifikasjon av verdipapirforetakene i Acta-konsernet, og dermed som et utenforliggende hensyn skjønnsutøvelsen».

Ifølge klager er de feil som er påvist i relasjon til foretakets virksomhet «langt mindre alvorlig enn de feil som er påvist i saker der Finanstilsynet tidligere har tilbakekalt konsesjon eller varslet om dette». Klager redegjør herunder for sakene Terra Securities ASA, Caveo ASA, Glitnir Privatøkonomi AS, Totalvekst ASA, Agilis AS og RS Platou Markets AS der det tillatelsen ble tilbakekalt, eller grunnlag for tilbakekall var tilstede, men andre tiltak ble funnet tilstrekkelige. Klager viser videre til Finanstilsynets brev til Pareto PPN AS, Nordic Securities AS og Sparebanken Vest, der Finanstilsynet rettet kritikk, men ikke tilbakekalte tillatelsen. Klager skriver at «det er vanskelig å se at det AAM er kritisert for er mer alvorlig enn det banken er kritisert for».

Klager mener Finanstilsynet har forskjellsbehandlet foretaket, og at «dette delvis kan skyldes at det er tatt utenforliggende hensyn». Klager skriver at

I vurderingen av om vilkårene for å tilbakekalle tillatelsene er oppfylt synes det å være fare for at Finanstilsynets vurderinger er farget av at Acta-konsernet over lengre tid har fått negativ presseomtale og politisk påtrykk (jfr. Kristelig Folkeparti i Stortingets spørretime nylig) som synes å ha ført til at allmennheten forventet at Finanstilsynet tilbakekaller tillatelsene. Et tilbakekall av tillatelsene basert på de faktiske omstendigheter i den foreliggende sak vil innebære en betydelig innskjerpelse av den praksis Finanstilsynet så langt har fulgt.

Klager anfører videre at «[s]elv om det forutsettes at de mangler Finanstilsynet har påpekt, faktisk foreligger og faktisk utgjør mangler, er det etter Foretakets oppfatning – med de endringer som er gjort – uansett ikke lenger grunnlag for å kalle tilbake Foretakets tillatelser». Klager viser herunder til artikkel om «self cleaning» som universalforsvar, Tidsskrift for forretningsjus 2009 s. 1.

Klager viser til at Finanstilsynet i sin vurdering av etterfølgende endringer mener at en annen vurdering enn den Finanstilsynet forfekter, vil kunne lede til at «enkelte verdipapirforetak vil kunne se seg tjent med, bevisst eller gjennom manglende aktsomhet og prioritering av internkontroll, å drive lovstridig virksomhet frem til forholdet blir avdekket, for deretter å innrette seg etter virksomhetsreglene og/eller lovens organisatoriske krav». Til dette anfører klager at «de synsmåter Finanstilsynet her gjør gjeldende, kommer imidlertid ikke til anvendelse for AAM sitt vedkommende». Klager viser herunder til at foretaket har «særlig på bakgrunn av tidligere tilsyn, vært meget søkende i forhold til å finne løsninger som fungerer kommersielt i dagens marked, men som også er i tråd med gjeldende lovverk», og at foretaket også hadde et møte med Finanstilsynet for å presentere porteføljekontokonseptet og gi Finanstilsynet anledning til å komme med merknader til dette. Klager opplyser videre at de som angitt i tilsvaret til Finanstilsynet, etter foreløpig rapport har kontaktet kundene som hadde overført sine porteføljer til porteføljekonto, og at dette tiltaket i tillegg til å være fremtidsrettet samtidig reparerer feil som eventuelt var gjort i forbindelse med opprinnelig overføring til porteføljekonto.

Klager viser videre til Finanstilsynets uttalelse om at det ikke foreligger en «karensperiode» i forbindelse med lansering av porteføljekontokonseptet, og skriver:

At den forutgående kontakt og vilje til samarbeid AAM har utvist nå blir tolket av Finanstilsynet slik at AAM har spekulert i en karensperiode er oppsiktsvekkende og mangler enhver forankring i de faktiske forhold.

Klager anfører at Finanstilsynets kritikk av compliance er «begrenset til mindre forhold som uansett ikke alene kan medføre rett til å tilbakekalle noen av Foretakets tillatelser, langt mindre ordreformidling og - utførelse» og videre at «[k]ritikken av

porteføljekonto er også så spesifikk at den heller ikke kan legitimere tilbakekall av samtlige tillatelser».

Klager viser til at foretaket har drevet ordreformidling og - utførelse i 14 år, og at Finanstilsynet verken tidligere eller i dette tilsynet har kritisert foretakets utførelse av disse tjenestene, og at kritikken som rettes mot foretaket ikke er av en slik karakter at den også medfører risiko for overtredelser av reglene for nevnte tjenester. Foretaket ønsker å yte disse tjenestene i det videre, også etter den restruktureringen av konsernet som er i gang.

#### **4.10 Finanstilsynets saksbehandling**

Klager anfører at Finanstilsynet har behandlet saken i strid med forvaltningsrettslige regler, både når det gjelder «gjennomføringen av saksbehandlingen og bevisvurderingene».

Klager beskriver tre forhold som etter klagers oppfatning «danner et bakteppe for saken, og som synes å ha påvirket Finanstilsynets saksbehandling», og som medfører at «saken ikke har blitt underlagt den åpne, nøytrale og objektive behandling et foretak under tilsyn bør kunne forvente i forbindelse med en vurdering av om tillatelsen skal tilbakekalles»: i) Acta- konsernet har de siste årene vært gjenstand for massiv og vedvarende negativ omtale i media, og «[d]en negative omtalen har nesten utelukkende knyttet seg til investeringsrådgivning foretatt av AAMs søsterselskap AKF, men har belastet hele Acta- konsernet»; ii) «AKF ble i 2008 underlagt stedlig tilsyn, men til tross for kritiske merknader og til tross for at daværende finansminister så å si kalte tilbake AKFs konsesjoner for åpen scene i et debattprogram på TV, ble tillatelsen ikke trukket»; iii) «[i] forbindelse med stedlig tilsyn fikk Finanstilsynet presentert et faktumgrunnlag som var ufullstendig på viktige punkter. Dette er naturligvis kritikkverdig, og behørig beklaget av Foretaket. Vi antar imidlertid at et sentralt formål med den kontradiktoriske prosessen i etterkant av stedlig tilsyn nettopp er å korrigere faktafeil, og dette har da også blitt gjort. Likevel synes saksbehandlingen preget av at Finanstilsynet i begrenset grad har vært villig til å reflektere de nye og korrekte faktiske opplysninger på den måten man ville ha gjort dersom opplysningene hadde blitt fremlagt i forbindelse med det stedlige tilsynet» og iv) «Finanstilsynet har tolket AAM gjennomgående til AAMs ugunst», og at skriftlig kommunikasjon har vært i «en uvanlig krass tone».

Klager anfører at vedtaket synes «til dels å bygge på uriktig faktumgrunnlag som utvilsomt har påvirket Vedtakets innhold», og viser til at i) «[f]or det første ble det i Tilsvaret fremlagt en mengde dokumentasjon som ikke kan sees å være hensyntatt i Vedtaket»; ii) «[f]or det annet har AAM på en rekke punkter påpekt og anført faktisk forhold som Finanstilsynet ikke fester lit til, men uten at Finanstilsynet synes å ha gjort noe for å avkrefte eller bekrefte sine mistanker om at AAM presenterer uriktige faktiske opplysninger». Klager skriver at «[b]eviskravene i forvaltningsretten er et

omfattende tema, og har også en side mot forvaltningens utredningsplikt og at «[d]et stilles særskilte krav til bevisenes styrke i forbindelse med inngripende vedtak som tilbaketrekking av tillatelser»; iii) klager anfører videre at «[f]or det tredje synes Finanstilsynet generelt å betrakte en rekke av de opplysninger AAM har fremlagt med en betydelig grad av skepsis uten at det kan sees å være anført annet grunnlag for dette enn at dokumentasjonen fremkom på et sent stadium i prosessen».

## **5 FINANSTILSYNETS VURDERING AV KLAGERS ANFØRSLER**

Finanstilsynet oversendte saken til Finansdepartementet ved brev 15. mai 2012, der Finanstilsynet redegjør for enkelte av de anførsler som er gjort gjeldende i klagen, herunder følgende:

Finanstilsynet viser til møte avholdt mellom Finanstilsynet og foretakets morselskap, daværende Acta Holding ASA, og at det ble gitt en «generell og overordnet redegjørelse for planlagt konsept», og videre at:

Det ble ikke gitt noen forhåndsgodkjennelse av konseptet fra Finanstilsynets side. Dertil kommer at Vedtaket ikke bygger på kritikk av et porteføljekonsept som sådan, men på Foretakets manglende ivaretagelse av den enkelte kundens interesser ved overføring av hans portefølje fra Handelskonto til porteføljekonto.

Finanstilsynet gir en oversikt over hovedpunktene i saksbehandlingen, og anfører herunder at de «finner at saksbehandlingstiden er forsvarlig og har sikret sakens fulle opplysning». Finanstilsynet avviser videre at de har foretatt en ukorrekt bedømmelse av faktum eller ikke har påsett at saken blir godt nok opplyst, eller at de ensidig har fokusert på forhold som taler i foretakets disfavør, eller være villig til å reflektere over nye og korrekte faktiske opplysninger.

Finanstilsynet mener videre at klagers påstand om at dersom kunden har tenkt å reinvestere etter salg av eiendomsinvesteringene, kan kunden ha produktet stående på porteføljekonto i flere år før avgiftene overstiger sparte transaksjonskostnader, ikke nødvendigvis er korrekt. Finanstilsynet gir et regneeksempel for å illustrere dette synspunktet.

## **6 SUPPLEMENT TIL KLAGEN OG KOMMENTAR TIL FINANSTILSYNETS OVERSENDELSBREV**

Klager innga 4. juni 2012 et supplement til klagen, og ved brev 10. august 2012 kommenterte klager Finanstilsynets anførsler i oversendelsesbrevet 15. mai 2012, herunder følgende:

## **6.1 Anført mangelfull bedømmelse av vedtakets forholdsmessighet**

Klager anfører at Finanstilsynets vurderinger av vedtakets forholdsmessighet fremstår som «svært mangelfulle». Klager viser bl.a. til *Graver*, Alminnelig forvaltningsrett 3. utg. 2007 (s. 130-131) og skriver at i en sak om tilbaketrekking av tillatelser må «de hensyn som taler for en slik reaksjon veies mot de ulemper dette medfører for Foretaket, dets kunder og verdipapirmarkedet. Finanstilsynet synes imidlertid i sine vurderinger ikke å ha lagt nevneverdig vekt på hensynet til Foretakets kunder eller effekten for verdipapirmarkedets infrastruktur». Foretaket viser blant annet til at:

En tilbaketrekking av AAMs tillatelser til å yte investeringstjenester vil følgelig medføre at 42 000 norske og svenske kunder må finne nytt depot for sine verdipapirfond og andre finansielle instrumenter, en prosess som både for Foretaket og den enkelte kunde er svært omfattende og ressurskrevende, og påføre både kundene og de berørte fond en risiko for ikke ubetydelige tap.

## **6.2 Anført forskjellsbehandling ift. norsk forvaltningspraksis**

Klager redegjør for sak om Warren Securities, og viser til at Finanstilsynet her bl.a. påviste at kunden fikk svært uriktige opplysninger om aktuelle produkter og faren for at kunden kunne tape hele investeringen. Klager skriver at «[i] AAM gjelder de forholdene som Finanstilsynet anser som mest alvorlige ikke investeringsrådgivning, men kun valg av et tjenestekonsept og kundene blir kun utsatt for fare for noe forhøyede kostnader» og «i lys at Finanstilsynets konklusjon i saken knyttet til Warren Securities og anen praksis gjennomgått i klagen er det uforståelig at Finanstilsynet i saken knyttet til AAM mener det er grunnlag for tilbakekall av tillatelsene».

## **6.3 Anført avvik fra utenlandsk forvaltningspraksis**

Klager viser til at «MiFID fastsetter harmoniserte regler for sanksjonering av verdipapirforetak i EØS, jf. MiFID artikkel 8» og at det ikke er «gitt signaler eller identifisert noe behov for at det skjønnet som utøves ved vurdering av tilbakekall skal være strengere i Norge enn det som er normen i våre naboland» og videre at:

Det er på denne bakgrunn interessant å merke seg at Finanstilsynet i Vedtaket synes å legge seg på en linje med hensyn til konsesjonstilbakekall som avviker til dels betydelig fra den linjen som følges i Storbritannia og Sverige. Finanstilsynet i Danmark har ikke lagt ut på sine hjemmesider noen vedtak om tilbakekall av verdipapirforetaks tillatelser, noe som for så vidt indikerer at terskelen for tilbakekall der ligger relativt høyt.

Klager redegjør deretter for enkelte vedtak fra Sverige og Storbritannia, og oppsummerer at «[t]ilbakekall av tillatelser i nevnte land fremstår som sjeldenheter,

noe som primært synes å ha sin årsak i at mothensynene vektlegges på en måte som harmonerer bedre med alminnelige rettsprinsipper vedrørende forholdsmessighet».

#### **6.4 Omfang av observasjonene**

Klager anfører blant annet at «[s]å lenge Finanstilsynet ikke konkret angir omfanget av observasjonene, er det etter AAMs oppfatning nærmest umulig både for AAM og klageorganet å vurdere alvorlighetsgraden av de observasjoner Finanstilsynet har gjort».

#### **6.5 Kommentar til Finanstilsynets regnestykke**

Klager mener at regnestykket Finanstilsynet presenterte i oversendelsesbrevet 15. mai 2012 ikke er riktig, og herunder at det ikke blir riktig å trekke inn honorar knyttet til noterte aksjer når det dreier seg om investeringer i aksjeselskaper (primært eiendomsinvesteringer) som ikke er noterte, og klager skriver videre at:

AAM er dessuten enig i at kurtasje på noterte aksjer viser en nedadgående trend, men er ikke enig i at dette gjelder likt for unoterte aksjer. Det oppfattes for øvrig slik at Finanstilsynet er enig i at produktene kan stå på porteføljekonto noen få år uten at det er u hensiktsmessig, men at tilsynet ikke mener det er riktig at eiendomsproduktene kan stå i flere år. Det er usikkert om tilsynet og AAM er enige/uenige vedrørende dette punkt. Det er imidlertid ikke er definert hva flere år eller få år betyr. AAM viser derfor til regnestykket presentert i AAMs brev datert 21. november 2011, punkt 6.2.3 hvor det fremkommer at eiendomsinvesteringer og tilsvarende kan stå på porteføljekonto i 3-4 år til samme kostnad som markedets alternative løsninger.

### **7 FINANSTILSYNETS MERKNADER**

I brev 17. august 2012 ga Finanstilsynet sine kommentarer til foretakets brev 4. juni og 10. august 2012 og skriver blant annet:

Når det gjelder overflyttingen til porteføljekonto og anførselen om manglende redegjørelse for «overtredelsens omfang» viser Finanstilsynet til at de i vedtaket punkt 2.7 har redegjort for omfanget av stikkprøvekontrollen. De skriver videre at «i Vedtakets punkt 2.6 har Finanstilsynet redegjort for tallmaterialet knyttet til antall transaksjoner Porteføljekontokunder har gjort i en nærmere bestemt periode.»

## **8 YTTERLIGERE KORRESPONDANSE**

### **8.1 Informasjonsbrev**

Departementet ba foretaket ved brev 31. august 2012 om ytterligere opplysninger, herunder kopi av informasjon sendt til kunden om porteføljekonto, alle versjoner av arbeidsprosesser for overflytting til porteføljekonto, vilkår og tilgangen til rådgiver på handelskonto mv., hva som mentes med «bredt/bredere produktspekter» på porteføljekonto, tidspunktene for oppstart og avslutning av kampanjen tilknyttet porteføljekonto og diverse statistikk på uoterte eiendomsprodukter som ble overført til porteføljekonto.

Foretaket ga slik informasjon ved brev til departementet 2. oktober 2012 («informasjonsbrevet»).

Finanstilsynet har i brev 22. oktober 2012 kommet med merknader til foretakets opplysninger i informasjonsbrevet 2. oktober 2012. Foretaket har i brev 14. november 2012 gitt kommentarer til Finanstilsynets brev 22. oktober 2012, samt besvart enkelte oppfølgingsspørsmål fra departementet.

### **8.2 Vedr. organiseringen av compliance og anførsel om at klageinstansen må legge til grunn «samme premisser» som førsteinstansen**

Departementet ba foretaket ved brev 17. september 2013 om enkelte opplysninger vedrørende foretakets utkontrahering av compliancefunksjonen og utpeking av complianceansvarlig. Klager besvarte henvendelsen i brev 4. oktober 2013.

I svarbrevet viser klager til redegjørelsen for forholdet mellom «Sentral compliance» og «Lokal compliance» i foretakets merknader til Finanstilsynets foreløpige rapport, og oppsummerer blant annet at «Lokal compliance [hadde] hovedansvaret for compliancearbeidet i Foretaket, mens mye av de operative compliancearbeidet (kontroller mv.) ble utført av Sentral compliance, særlig i oppstartsfasen for den nye organiseringen».

Klager viser videre til at det fremkommer av avtalen 1. januar 2011 mellom foretaket og Acta Corporate Services AS at Sentral compliance skulle «bistå Lokal compliance på de fleste områder, likevel slik at det ikke nødvendigvis utelukkende var Sentral compliance som skulle utføre arbeidet» og at «[i] praksis ble Sentral compliance' arbeid fokusert rundt de områder hvor Foretaket hadde best utbytte av bistand fra en sentralisert complianceenhet».

Klager understreker at det øverste ansvaret for foretakets compliance var lagt hos Lokal compliance og opplyser videre at «[d]et konkrete omfanget av bistanden skulle Lokal og Sentral compliance samarbeide om» og videre at «[i] henhold til avtalen mellom

foretakene ble det utarbeidet en årlig kontrollplan for AAM, inkludert den bistand Sentral compliance skulle yte». Ifølge klager var det også løpende kontakt mellom Lokal compliance og Sentral compliance for å avklare nærmere utførelsen av arbeidet.

Klager vedlegger blant annet en presentasjon holdt i konsernstyret 12. oktober 2009 som på overordnet nivå viser oppgavene «Compliance sentralisert vs. lokal», og tilbyr å sende flere presentasjoner. Videre redegjør klager for at det i etterkant av internrevisor KPMGs rapport fra juni 2010 «ble innført et samarbeidsmøte der Sentral compliance' utkast til plan for compliancekontroller skulle avstemmes med Lokal compliance og ledelse i Foretaket, med sikte på å sikre en helhetlig plan på compliancearbeidet» og at det for øvrig i januar 2012 ble ansatte ytterligere en compliancemedarbeider som skulle «tilføre ytterligere kompetanse og ressurser til AAMs compliancefunksjon».

Klager opprettholder anførselen om at foretaket hadde en compliancefunksjon som «fullt ut tilfredsstilte de krav som stilles i lov, forskrift og myndighetspraksis». Klager viser for øvrig at Finanstilsynet ikke har påpekt mangler ved utkontraheringen eller utpekingen av complianceansvarlig i sitt vedtak og anfører at:

Dersom Finanstilsynets vedtak ikke kan opprettholdes basert på de premisser som er anført, skal vedtaket etter vår vurdering oppheves. Det er i slike tilfeller ikke klageinstansens oppgave etter forvaltningsloven å søke etter alternative grunnlag for å opprettholde førsteinstansens vedtak. Dersom klageinstansen ikke har opptrådt med tilstrekkelig grad av distanse og uavhengighet i forhold til førsteinstansens vedtak eller har vektlagt forhold som ikke er omfattet av saken vil dette etter vårt skjønn kunne medføre ugyldighet.

## **9 DEPARTEMENTETS VURDERING**

### **9.1 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 ikke å omfatte tjenestene mottak og formidling av ordre, samt utførelse av ordre og tilleggstjenestene (jf. vphl. § 2-1 første ledd nr. 1 og 2 jf. annet ledd).

Klager har bestridt både de rettslige og faktiske sidene i saken. Klager anfører også at det er feil i utøvelsen av det forvaltningsrettslige skjønnet i vedtaket.

Til støtte for klagen har klager anført ulike feil knyttet til Finanstilsynets saksbehandling og bevisvurdering som referert ovenfor i punkt 4.10, samt mangelfull vurdering av vedtakets forholdsmessighet som referert ovenfor i punkt 6.1. Klager har også anført at Finanstilsynet har lagt vekt på utenforliggende hensyn ved å la seg



påvirke av politisk påtrykk gjennom spørsmål i Stortingets spørretime mv., og av at Acta-konsernet over lengre tid har fått negativ presseomtale, jf. ovenfor i punkt 4.10.

Finansdepartementet har ved sin behandling av klagen foretatt en full ny vurdering av de faktiske, rettslige og skjønnsmessige sider 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 av saksbehandlingsmessig karakter hos Finanstilsynet ikke ha selvstendig betydning for bedømmelsen av rettmessigheten av Finanstilsynets vedtak og klagesakens utfall, jf. forvaltningsloven § 41. Tilsvarende gjelder for klagers anførsel om at Finanstilsynet angivelige har vektlagt utenforliggende hensyn på grunn av politisk påtrykk, presseomtale mv. På denne bakgrunn finner departementet ikke grunn til å ta innholdsmessig stilling til disse klagegrunnene. Departementet presiserer at det ved egen behandling har vært oppmerksom klagegrunnene.

Klager har også anført at Finanstilsynets vedtak skal oppheves dersom det ikke kan opprettholdes basert på de premisser som er anført i vedtaket, og at det vil kunne medføre ugyldighet dersom klageinstansen vektlegger andre forhold enn Finanstilsynet, jf. ovenfor i punkt 8.2. Departementet bemerker at klagebehandlingen følger forvaltningsloven § 17 tredje ledd og § 34 annet ledd som omtalt ovenfor, og at departementet herunder ikke går ut over rammene for behandling av «saken».

Departementet viser videre til klagers anførsel om at det må stilles særskilte krav til bevisenes styrke i forbindelse med inngripende vedtak som tilbaketrekking av tillatelser. Idet tilbakekall av tillatelse etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 ikke kan anses som straff etter EMK artikkel 6, og dessuten må ses i lys av de særlige kontrollhensyn som gjør seg gjeldende på området, er det etter departementets syn ikke rettslig nødvendig å anvende et strengere beviskrav enn alminnelig sannsynlighetsovervekt ved vurderingen av de faktiske forhold vedtaket bygger på. Departementet bemerker likevel at slik denne saken står, er departementets syn på sakens faktiske sider det samme også ved iakttakelse av et strengere beviskrav om klar sannsynlighetsovervekt.

## **9.2 Vurdering av om det foreligger overtredelser og av overtredelsenes karakter**

### **9.2.1 Utgangspunkt**

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 overtredelsenes 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 ses i sammenheng, eller om de motsetningsvis fremstår som enkeltstående hendelser.

### 9.2.2 God forretningsskikk og interessekonflikt

I det følgende gir departementet en kort beskrivelse av porteføljekontokonseptet i punkt i) og av verdipapirhandellovens regler om god forretningsskikk og interessekonflikt i punkt ii). Departementet har deretter av fremstillingsmessige årsaker funnet det hensiktsmessig med egen omtale av hva som er i «kundens økonomiske interesse», jf. punkt iii), som departementet mener er et element som vil stå sentralt ved den etterfølgende konkrete anvendelsen av flere av de nevnte rettsregler. Etter dette gjennomgår departementet enkelte deler av faktum særskilt, herunder stikkprøvekontroll, aggregerte data mv. jf. punkt iv).

I den konkrete anvendelsen av rettsreglene under punkt v) fortolker departementet rettsreglene og sammenstiller med faktum.

#### *i) Porteføljekonto og handelskonto*

Det er redegjort for foretakets handelskonto- og porteføljekontokonsept i dokumentene vist til under punkt 1- 8 ovenfor. Departementet legger til grunn at oppbyggingen i all hovedsak er som følger:

##### Porteføljekonto

Foretaket lanserte i juni 2010 et konsept kalt «porteføljekonto». Kunder med porteføljekonto blir belastet med to hovedavgifter; *innsetningsavgift* og *porteføljekontoavgift*. I tillegg kommer eventuelle valutavekslingsgebyr. For kunder med portefølje («AUM») under 5 millioner kroner må 5 prosent av beholdningen utgjøre kontanter. Denne nødvendige kontantandelen faller når AUM stiger. Procentsatsen som benyttes for å beregne innsetningsavgiften, faller også jo høyere kundens beholdning er. For porteføljer over 5 millioner kroner er det ingen *innsetningsavgift*, og frem til 1. april 2011 kunne alle kunder flytte porteføljen fra handelskonto til porteføljekonto uten innsetningsavgift. Porteføljekontoavgift belastes kunden hver måned, og beregnes prosentvis av innestående på porteføljekonto, inklusiv kontantandelen. Satsen for *porteføljekontoavgiften* er også lavere dess høyere beholdningen er. For porteføljer mellom 0 – 5 millioner kroner er den 2,25 prosent p.a., for 5 – 10 millioner er den 1,9 prosent p.a., for 10 – 25 millioner 1,5 prosent p.a. og 1,25 prosent p.a. på større porteføljer. Ifølge foretaket blir inntil 1,05 prosent av porteføljeverdien godskrevet i porteføljeinntekter årlig. Porteføljeinntektene er basert på inntekter som foretaket selv mottar fra produktleverandører/forvaltere.

Foretaket opplyser i informasjonsbrevet til departementet 2. oktober 2012 («informasjonsbrevet») at de i stedet for å begrense tilbudet på handelskonto, valgte å

tilby nye og ekstra tjenester for porteføljekontokundene, og at porteføljekonto innebar følgende tilbud ved lansering:

- Proaktiv personlig rådgivning, forvaltningsplan.
- Nøytral rådgivning, felles insentiver mellom rådgiver og kunde
- Faste, forutsigbare kostnader
- Invitasjoner (på alle kontorer) til kompetanseøkende seminarer og møter
- Invitasjon til Actas årlige investeringskonferanse (i Oslo)
- Kvartalsvis makroanalyse/rapport via web
- Kvartalsvis fonds/produktanalyse via trykksaken «Portfolio»
- Egen serviceavdeling (telefon, e-post) for alle typer henvendelser
- Skatterådgivning fra Deloitte (seminarer og rabatt for personlig rådgivning)
- Regnskapstjenester fra Mirror (rabatt).

### Handelskonto

I motsetning til porteføljekontoen er gebyrstrukturen på foretakets handelskonto transaksjonsbasert. Ifølge informasjonsbrevet var transaksjonsgebyret for unoterte aksjer (AS-produkter) på handelskonto ved kjøp fra juni 2010 maksimalt 2 prosent for investeringer i intervallet 0 – 3 millioner, 1,5 prosent for investeringer i intervallet 3 – 10 millioner og 1,25 prosent for større investeringer. Foretaket oppgir i samme brev at ved salg av unoterte produkter påløp en avgift på maksimalt 3 prosent uavhengig av transaksjonens størrelse, samt at det ikke påløp transaksjonsgebyr ved hel eller delvis realisasjon av det unoterte produktet. Foretaket opplyser videre at «[v]ed hel eller delvis realisasjon av eiendomsproduktet som sådan (altså ikke kundens salg av egne aksjer) påløp ikke transaksjonskostnader på handelskonto. Det ville imidlertid påløpe transaksjonskostnader ved reinvestering av utbetalt beløp».

Departementet forstår det slik at kostnader til investeringsrådgivning er inkludert i henholdsvis transaksjonsgebyret på handelskonto, og de faste avgiftene på porteføljekonto.

Foretaket opplyser i informasjonsbrevet 2. oktober 2012 at handelskontokundene etter lansering av porteføljekonto fikk tilgang til rådgiver om de henvendte seg til foretaket. Foretaket skriver videre at:

På sikt ønsket foretaket å avvikle tilbudet om tilgang til personlig rådgiver for handelskontokundene, og heller tilby betjening via sentrale kundesentre og e-post/telefon. Dette ble imidlertid ikke innført samtidig med porteføljekonto fordi konseptet med porteføljekonto var nytt og AAM var usikre på hvordan konseptet ville bli mottatt av kundene. Det var dermed ikke ønskelig å avslutte tilgang til rådgiver for handelskontokundene før man viste om porteføljekontokonseptet ble godt mottatt.

## *ii) Rettslig utgangspunkt*

### *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.

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., herunder informasjonsplikt (annet ledd) og egnethetsvurdering (fjerde ledd).

### *Informasjonsplikt*

Etter vphl. § 10-11 annet ledd er et verdipapirforetak forpliktet til å gi «opplysninger i en forståelig form» om «omkostninger og gebyrer». Det følger videre av verdipapirforskriften § 10-15 at verdipapirforetaket plikter å opplyse om de samlede kostnader kunden skal betale for «det enkelte finansielle instrumentet, investeringstjenesten eller tilknyttet tjeneste», og dersom kostnadene ikke kan angis presist, skal «grunnlaget for beregningen opplyses slik at kunden kan kontrollere beregningen».

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».

### *Egnethetsvurdering*

Det følger av vphl. § 10-11 fjerde ledd og tilhørende forskriftsbestemmelser at verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning, skal innhente nødvendige og nærmere angitte opplysninger fra kunden for å sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

### *Interessekonflikt*

Ifølge vphl. § 10-10 første ledd plikter verdipapirforetak å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å «identifisere interessekonflikter» mellom foretaket og kunden, og kundene imellom, og ifølge verdipapirforskriften § 9-23 skal «[v]erdipapirforetaket [...] som et minimum vurdere om foretaket [...] vil kunne oppnå økonomisk gevinst eller unngå økonomisk tap på bekostning av kunden». Dersom tiltakene etter § 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) ikke er til strekkelig til å sikre kundens interesser på en

betryggende måte, skal foretaket «opplyse kunden om mulige interessekonflikter», jf. vphl. § 10-10 annet ledd.

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.

### *iii) Nærmere om kundens økonomiske interesse*

#### Utgangspunkt

Et element ved den konkrete anvendelsen av flere av de ovennevnte rettsregler, jf. punkt v), vil være om overføring til porteføljekonto er i kundens økonomiske interesse.

Som grunnlag for å vurdere om overføring til porteføljekonto er i kundens økonomiske interesse, må foretaket, slik departementet ser det, vurdere a) om kunden *sannsynligvis får lavere eller høyere transaksjonskostnader (inkl. investeringsrådgivning)* ved flytting av sine finansielle instrumenter helt eller delvis til porteføljekonto, og b) hva som er den eventuelle *økonomiske verdien av tilleggstjenester* på porteføljekonto for den enkelte kunde.

Departementet finner det hensiktsmessig å skille mellom *transaksjonsgebyr*, som tilsvarende de opplyste satsene per transaksjon på handelskonto, og *transaksjonskostnad* som tilsvarende den totale økonomiske kostnaden ved transaksjonen. På handelskonto vil *transaksjonskostnaden* være identisk med *transaksjonsgebyret*. På porteføljekonto påløper det ikke *transaksjonsgebyr*, og *transaksjonskostnaden* utgjøres av den løpende porteføljekontoavgiften fra tidspunktet for flytting frem til gjennomført transaksjon, tillagt eventuell innsetningsavgift, og fratrukket eventuell porteføljekontoinntekt.

Med *illikvide* instrumenter mener departementet i det følgende først og fremst foretakets unoterte AS-produkter innenfor eiendom, shipping, private equity og infrastruktur, som omtalt i blant annet Finanstilsynets vedtak punkt 2.6.

#### Nærmere om transaksjonskostnader

Departementet kan ikke se at foretaket vil kunne gjøre en konkret vurdering av om kunden sannsynligvis vil få *lavere eller høyere transaksjonskostnader* ved flytting, uten å innhente eller besitte opplysninger om *forventet fremtidig handelsmønster* for kunden.

Utgangspunktet for forventet fremtidig handelsmønster vil være kundens behov og ønsker. Foretaket kan imidlertid ikke legge til grunn et fremtidig handelsmønster med en omsetningshastighet som ville være å anse som uegnet i en transaksjonsbasert gebyrstruktur på grunn av kostnadene som påløper, jf. herunder Finansdepartementets

vedtak i Agilis Securities AS. Videre må forventet handelsmønster for illikvide instrumenter relateres til antatt «utløpstidspunkt» for instrumentet, det vil si tidspunktet for realisering av *selskapets* aktiva og utbetaling til aksjonærene, eller forventet salgstidspunkt og -vilkår ved omsetning av instrumentet i annenhåndsmarkedet. Utsikter til utbytte vil også kunne være relevant for kundens forventede fremtidige handelsmønster.

For å illustrere skjæringspunktet for når en overflytting til porteføljekonto er i kundens økonomiske interesse, har det blitt presentert to regnestykker, ett fra Finanstilsynet og ett fra foretaket. Formålet med disse er å beregne hvor lenge et illikvidt finansielt instrument kan stå på porteføljekonto, gitt planer om salg og reinvestering, før det ikke lenger vil være økonomisk fordelaktig relativt til om de to transaksjonene ville blitt foretatt på handelskonto. Finanstilsynets regnestykke er presentert i oversendelsesbrevet punkt 5, mens foretakets regnestykke er presentert i brev datert 21. november 2011 punkt 6.3.2. og referert til i klagen.

Begge regnestykkene avveier slik departementet forstår det gevinsten ved å flytte finansielle instrumenter til porteføljekonto i form av sparte transaksjonsgebyr (inkl. investeringsrådgivning) på handelskonto ved kjøp/salg, mot kostnadene på porteføljekonto. Foretaket beregner at en kunde kan sitte 3 – 4 år med instrumentene på porteføljekonto før salg og reinvestering foretas, til samme kostnad som «*markedets alternative løsning*».

Departementet påpeker for det første at det i foretakets regneeksempler er lagt til grunn illikvide instrumenter med høye transaksjonsgebyr som selges i annenhåndsmarkedet, hvorpå salgsinntekten reinvesteres i tilsvarende illikvidt instrument med høyt transaksjonsgebyr. Departementet viser til den sterke kritikken i Kredittilsynets rapport 19. mai 2009 til søsterselskapet Acta Kapitalforvaltning ASA for blant annet å gi råd om hyppig salg og reinvesteringer av langsiktige instrumenter med høye transaksjonsgebyr, og stiller spørsmålsteget ved dette utgangspunktet for regnestykkene.

Departementet påpeker for det andre at det er betydelig forskjell mellom størrelsen på transaksjonsgebyr for illikvide og likvide eiendeler. Følgelig vil tidsperioden en kunde vil kunne sitte på porteføljekonto før kunden må foreta salg/reinvestering for at konseptet skal lønne seg, avhenge av hva slags instrument som selges og/eller det skal reinvesteres i.

Ved å bruke samme metode som i foretakets regnestykke finner departementet at en kunde som selger et illikvidt produkt, for eksempel aksje i et unotert eiendomsselskap, og reinvesterer i et notert finansielt instrument, vil kun sitte på porteføljekonto i om lag to år, gitt transaksjonsgebyr på 3 prosent for salget og 0,2 prosent for kjøpet, før det vil bli dyrere enn om kunden hadde hatt eiendomsproduktet og foretatt transaksjonene på

handelskonto. Dersom man også inkluderer en innsetningsavgift på 2,5 prosent (etter 1. april 2011) vil kunden etter ett år ha tapt på overflyttingen, alt annet likt.

Departementet finner videre at i tilfeller der likvide instrumenter flyttes til porteføljekonto, kreves enda hyppigere reallokering enn for illikvide instrumenter for at transaksjonskostnadene blir mindre på porteføljekonto enn på handelskonto. For eksempel vil et kjøp og salg av likvide instrumenter, med et transaksjonsgebyr på 0,2 prosent, innebære en total kostnad på 0,4 prosent for en reallokering tilsvarende regnestykket ovenfor. Med andre ord vil det kreve flere allokeringer per år på den likvide delen av porteføljen for at porteføljekonto skal være økonomisk fordelaktig for kunden sammenliknet med handelskonto.

Et tiltak foretaket opplyser å benytte seg av for å sikre at kundens økonomiske interesser ivaretas, jf. det ovennevnte skjæringspunktet, er den såkalte «simuleringskalkulatoren», jf. foretakets brev til Finansdepartementet 4. juni 2012 punkt 3.2. Foretaket skriver at simuleringskalkulatoren ikke ble brukt ut mot kundene, men som et hjelpemiddel for rådgiverne. Slik departementet ser det illustrerer simuleringskalkulatoren at det må være relativt høye årlige transaksjonsvolum for at porteføljekonto skal gi lavere transaksjonskostnader enn handelskonto.

Det er imidlertid viktig å ta med i vurderingen at det vil være langt mindre sannsynlig at et gitt transaksjonsnivå faktisk *kan* nås når majoriteten av de finansielle instrumenter som er overflyttet er illikvide med utløpstidspunkt langt fremt i tid.

#### Nærmere om økonomisk verdi av tilleggstjenester

Som en del av vurderingen av om overføring til porteføljekonto er i kundens *økonomiske interesse*, mener departementet at foretaket også må avklare *kundens ønske og behov for tilleggstjenester og den økonomiske verdien av tjenesten*, herunder hva kunden sparer/tjener på å benytte tjenesten via foretaket.

Departementet er av den oppfatning at det ikke vil ha nevneverdig økonomisk «merverdi» for kunder som besitter hovedsakelig *illikvide* instrumenter å ha løpende tilgang til et «bredere produktspekter» eller «personlig» eller «proaktiv» rådgiver og forvaltningsplan. Departementet viser herunder til at investeringsrådgivning ved salg av finansielle instrumenter er inkludert i transaksjonsgebyret på handelskonto, og hvis ikke investeringsrådgiveren ved salg av et illikvid instrument bidrar «til å nå kundens investeringsmål» (jf. foretakets arbeidsinstruks for overføring til porteføljekonto), vil dette i seg selv være et brudd på verdipapirhandelloven. Dersom ikke flytting til porteføljekonto medfører reduserte transaksjonskostnader, mener departementet derfor at nevnte tjenester ikke alene vil gjøre det økonomisk fordelaktig for kunden å flytte illikvide instrumenter til porteføljekonto.

Når det gjelder eventuell økonomisk merverdi av løpende tilgang til *personlig* eller *proaktiv* rådgiver og *forvaltningsplan*, eventuelt også *bredere produktspekter*, i form av bidrag «til å nå kundens investeringsmål» for *likvide* instrumenter, viser departementet til at skjæringspunktet for kostnader på porteføljekonto contra handelskonto som redegjort ovenfor, medfører at det for likvide instrumenter må være en høy omsetningshastighet på kundens likvide AUM. Departementet mener foretaket vanskelig kan forsvare en tilstrekkelig økning av avkastningspotensialet sett opp mot nevnte kostnader/omsetningshastighet uten en planmessig investeringsrådgivning. Departementet mener herunder at en plan for forvaltningen vil være en nødvendig forutsetning for å oppfylle lovens krav til egnet investeringsrådgivning, og ikke en økonomisk merverdi. Departementet viser også til at verdipapirhandelens krav til egnet investeringsrådgivning gjelder uavhengig av om rådgivningen ytes fra et kundesenter eller en «personlig» rådgiver. På denne bakgrunn mener departementet at personlig rådgivning, sett opp mot annen planmessig investeringsrådgivning etter loven, ikke kan anses som en nevneverdig økonomisk merverdi som tilsier at flytting fra handelskonto til porteføljekonto er i kundens *økonomiske* interesse på tross av økte transaksjonskostnader.

Når det gjelder tilgang til skatterådgivning fra Deloitte, har departementet fått opplyst at om lag 50 kunder (jf. vedlegg 6 til brev 14.november 2012) har benyttet tjenesten. Departementet har ikke oversikt over omfanget av bruken av regnskapstjenester fra Mirror Accounting. Etter å ha klarlagt om kunden faktisk har behov for og ønsker tjenesten, mener departementet at den økonomiske verdien av skatterådgivning og regnskapstjenester vil være den rabatten kunden kan oppnå ved bruk av tjenesten. Departementet antar at denne rabatten kun i helt spesielle tilfeller alene kan forsvare at flytting til porteføljekonto er i kundens *økonomiske* interesse.

#### *iv) Nærmere om faktum – stikkprøvekontroll, aggregerte data mv.*

##### *Utgangspunkt*

Departementet har gjennomgått 20 tilfeldige kunder som referert til i Finanstilsynets vedtak punkt 2.7, heretter kalt «*utvalget*», samt ytterligere 20 kunder som Finanstilsynet samlet informasjon om i forbindelse med stedlig tilsyn. Departementet har også vurdert aggregert informasjon om nærmere angitte produkter, samt etterfølgende informasjon som Finanstilsynet viser til i vedtaket punkt 2.6.

##### *Aggregerte data*

Ifølge Finanstilsynets beregninger, som referert i vedtaket punkt 2.6, var 74% av de aktivaene som ble flyttet til porteføljekonto i perioden 1. januar til 31. august 2010 illikvide instrumenter, hvorav 58 % var aksjer i eiendomsselskap, og resten var aksjer i shipping, infrastruktur og privat equity (16%).

Departementet har etterspurt informasjon fra foretaket om blant annet utbyttehistorikk, årlig omsetning og fordeling mellom handelskonto og porteføljekonto for såkalte



«eiendomsprodukter», det vil si aksjer i selskap som har investert i eiendom. Disse produktene utgjør majoriteten av de illikvide instrumenter som ble flyttet til porteføljekonto. Foretaket besvarte henvendelsen i brev 2. oktober 2012 til departementet («informasjonsbrevet»). En gjennomgang av den informasjonen departementet fikk tilsendt, viser at majoriteten av eiendomsproduktene som ble flyttet til porteføljekonto, har lave utbetalinger med varierende frekvens, og samtidig svært lav omsetning i annenhåndsmarkedet i den perioden departementet har fått tilsendt informasjon om. Over halvparten av de gjennomgåtte eiendomsproduktene hadde også en estimert utløpstid (per sommer/høst 2010) i 2013 eller senere. Med «utløpstid» mener departementet realisering av *selskapets* aktiva og utbetaling til aksjonærene.

Eksempelvis var andelen, per 31. desember 2011, av US Opportunities AS (estimert utløp 2013), US Recovery AS (estimert utløp 2013) og Global Eiendom Utbetaling 2007 AS (estimert utløp 2014) på porteføljekonto henholdsvis 48,7 prosent, 45,9 prosent og 35,4 prosent. Alle estimatene for utløpstidspunkt ble utarbeidet sommer/høst 2010, jf. informasjonsbrevet. Dette var finansielle instrumenter som historisk sett hadde hatt ingen eller kun unntaksvise utbytteutbetalinger. Med utgangspunkt i de prinsipper og beregninger som er redegjort for ovenfor i punkt iii), mener departementet på denne bakgrunn det var sannsynlig at en flytting til porteføljekonto av de nevnte eiendomsproduktene ville medførte økte transaksjonskostnader for kunder uten konkrete planer om salg. Videre var den historiske omsetningen av nevnte produkter i annenhåndsmarkedet svært lav. Slik departementet ser det ville det derfor ofte være vanskelig for kunder med eiendomsproduktene å utnytte fordelene ved avgiftsstrukturen på porteføljekonto, selv om kunden ønsket å selge før utløpstidspunktet.

Departementet viser videre til at for nesten samtlige av eiendomsproduktene øker andelen på porteføljekonto i perioden 31. august til 31. desember 2011. Et av de produktene som i denne perioden hadde størst økning i sin relative andel på porteføljekonto (om lag 10 prosentpoeng) er Global Eiendom Utbetaling 2007 AS. Sommeren/høsten 2010 hadde dette produktet estimert utløp i 2014 og historisk sett hadde det bare blitt foretatt unntaksvise utbetalinger fra selskapet.

Departementet har også gjennomgått informasjon om omsetningen i annenhåndsmarkedet av de øvrige illikvide finansielle instrumentene som er flyttet over til porteføljekonto. Samtlige av de illikvide instrumentene viser svært lav omsetning i den tilsendte perioden (1. kvartal 2009 til 2.kvartal 2012), noe som er i tråd med foretakets egne uttalelser i informasjonsbrevet punkt 12 om at finanskrisen i 2008 « [...] medførte en periode nærmest stillstand i omsetningen, og salgskøene ble til dels lange i flere av investeringsselskapene».

Videre har i underkant halvparten av de øvrige illikvide eiendomsproduktene, det vil si de andre eiendomsproduktene enn US Opportunities AS, US Recovery AS, og Global Eiendom Utbetaling 2007 AS, en utløpstid i 2013 eller senere, beregnet per

sommer/høst 2010. Dette var produkter som historisk sett hadde hatt noe høyere utbetalingsfrekvens enn US Opportunities AS, US Recovery AS, og Global Eiendom Utbetaling 2007 AS som omtalt ovenfor, men utbytteutbetalingene utgjorde svært lave andeler av produktenes verdi, samtidig som utbyttefrekvensen for flere av disse produktene var uregelmessig. Med utgangspunkt i de prinsipper og beregninger som er redegjort for ovenfor i punkt iii), mener departementet på denne bakgrunn det var sannsynlig at en flytting til porteføljekonto av disse øvrige illikvide eiendomsproduktene med utløpstid i 2013 eller lenger frem i tid, ville medføre økte transaksjonskostnader på porteføljekonto for kunder uten konkrete planer om salg. Videre var som nevnt den historiske omsetningen av disse i annenhåndsmarkedet svært lav. Slik departementet ser det ville det derfor ofte være vanskelig for kunder med de øvrige illikvide produktene å utnytte fordelene ved avgiftsstrukturen på porteføljekonto, selv om kunden ønsket å selge før utløpstidspunktet.

### Utvalget

Finansdepartementet har gjennomgått informasjon om 20 tilfeldig valgte kunder, som referert til i Finanstilsynets vedtak punkt 2.7, heretter omtalt som «utvalget». Andelen kunder i utvalget som har flyttet ett eller flere av instrumentene US Opportunities AS, US Recovery eller Global Eiendom Utbetaling 2007, utgjør 45 prosent av utvalget. Som redegjort ovenfor under aggregerte data mener departementet det var sannsynlig at flytting til porteføljekonto av disse eiendomsproduktene ville medføre høyere transaksjonskostnader for de kundene som ønsket å sitte med produktet perioden ut. Departementet finner at det kun for et fåtall av kundene i utvalget er spesifikt dokumentert andre ønsker. Departementet viser videre den generelt svært lave omsetningen i annenhåndsmarkedet, som etter departementets skjønn innebar en høy sannsynlighet for at det ville ta tid før et eventuelt salg ville gjennomføres. Departementet kan ikke se at dette er hensyntatt i rådgivningen for de av kundene i utvalget som ønsket å selge før utløpstidspunktet.

80 prosent av kundene har overført de ovennevnte produktene, og/eller ett eller flere av de øvrige illikvide eiendomsproduktene. Som redegjort ovenfor under aggregerte data mener departementet at det var sannsynlig at flytting til porteføljekonto av de øvrige illikvide eiendomsproduktene som hadde utløpstid i 2013 eller lenger frem i tid, ville medføre økte transaksjonskostnader på porteføljekonto for kunder uten konkrete planer om salg. For majoriteten av kundene i utvalget er det ikke dokumentert andre ønsker. Gitt investeringsmål og tidshorisont for kundene i utvalget, finner departementet det sannsynlig at flytting av også disse eiendomsproduktene ville medføre økte transaksjonskostnader for majoriteten av kundene i utvalget som hadde produktene.

I alle overføringsskjemaene i utvalget blir det angitt en eller flere tilleggstjenester som årsak til at overføring anses egnet for kunden. Ønsket om «personlig rådgivning/individuell oppfølging» gjelder for i underkant av halvparten av utvalget, mens i overkant av 75 prosent av kundene i utvalget får oppgitt «bredere

produkt-spekter» som grunn til at porteføljekonto vil være fordelaktig for kunden. «Bredere produkt-spekter» besto i følge informasjonsbrevet fra foretaket av; Thames River Global Credit, DNB NOR Senior, DNB NOR SMB, DNB NOR Miljøinvest ACC, Aberdeen Global – Emerging Markets Equity Fund og Liontrust Emerging Markets Opportunities Fund NOK. Finanstilsynet bemerker i brev til departementet 22. oktober 2012 at «fire av disse produktene er levert av DNB, og anses relativt lett tilgjengelig i markedet.»

Når det gjelder de andre tilleggstjenestene, nevnes spesifikke tjenester kun sporadisk som begrunnelse.

For tilnærmet hele utvalget er hensynet til «reduerte fremtidig transaksjonskostnader» en del av den skriftlige begrunnelsen for overføring, men uten at det fremkommer individuelle beregninger eller vurdering opp mot forventet fremtidig handelsmønster, eller er nærmere utdypet på annen måte. Departementet finner heller ikke noen klar forskjell i begrunnelsene for overføring av likvide instrumenter og illikvide instrumenter.

Departementet har også undersøkt 20 ytterligere tilfeller, som utgjorde deler av det opprinnelige utvalget i Finanstilsynets foreløpige rapport. Departementet er av den oppfatning at opplysninger om disse kundene understøtter funnene ovenfor.

#### Etterfølgende fakta

Ex. post informasjon som Finanstilsynet gjengir i vedtaket punkt 2.6, er også av interesse ved vurderingen. Departementet bemerker at ex.post informasjon ikke alene danner grunnlaget for å si at overføring ikke var i kundenes økonomiske interesse, da markedsforholdene kan ha endret seg uforutsigbart fra tidspunktet for flytting av instrumentene til porteføljekonto. Departementet er imidlertid av den oppfatning at ex.post informasjonen belyser de konklusjoner som trekkes på bakgrunn av ex.ante informasjonen. Departementet mener herunder at informasjonen om at majoriteten av kundene som er overført har gjort svært få transaksjoner, illustrerer effekten av at illikvide finansielle instrumenter, med få eller ingen utbetalinger, og likvide instrumenter der kunden har lang investeringshorisont, har blitt flyttet til porteføljekonto.

Videre viser departementet til informasjonsbrevet punkt 9, hvor foretaket opplyser at 4 av 6 eiendomsselskaper som per sommer/høst 2010 hadde forventet utløpstidspunkt i løpet av 2011 og 2012 ennå ikke hadde blitt realisert med påfølgende endelig utbetaling til aksjonærene. Dette indikerer etter departementets syn at det var en betydelig risiko knyttet til det antatte utløpstidspunktet for eiendomsproduktene på tidspunktet for flytting til porteføljekonto, og at senere utløpstidspunkt enn antatt medfører avvik i beregningsgrunnlaget som slår ut til ugunst for kunden.

### Representativitet

Departementet har totalt gjennomgått informasjon om 40 kunder, hvorav 20 tilfeldig utvalgt, samt aggregerte og etterfølgende fakta. Etter departementets skjønn er grunnlaget tilstrekkelig til å gi et representativt bilde av virksomheten til foretaket ved overføring fra handelskonto til porteføljekonto.

### **v) Konkret vurdering**

#### Informasjonsplikt

##### a) Utgangspunkt

Som vist til ovenfor i punkt ii) følger det av vphl. § 10-11 annet ledd at foretaket skal gi «opplysninger i en forståelig form» om omkostninger og gebyrer, og etter verdipapirforskriften § 10-15 plikter foretaket å opplyse om de samlede kostnader kunden skal betale for «det enkelte finansielle instrumentet, investeringstjenesten eller tilknyttet tjeneste». Dersom kostnadene ikke kan angis presist, skal «grunnlaget for beregningen opplyses slik at kunden kan kontrollere beregningen», jf. verdipapirforskriften § 10-15.

Dette medfører, slik departementet ser det, at ved et gebyrkonsept med faste kostnader beregnet som en funksjon av AUM, må foretaket beregne og informere om de gebyrer og kostnader kunden betaler for det enkelte finansielle instrumentet, investeringstjeneste eller tilknyttede tjeneste, gitt kundens forventede handelsmønster. Videre skal kunden ha hensiktsmessige opplysninger om usikkerhetsfaktorer og de forutsetninger foretaket har lagt til grunn for denne beregningen. Denne informasjonen er slik departementet ser det også av betydning for at kunden i rimelig utstrekning skal kunne vurdere foretakets priser og forretningsvilkår opp mot generiske/sammenliknbare ytelser fra andre tilbydere.

Departementet legger til grunn at rådgivning om gebyrer og omkostninger ikke isolert sett er investeringsrådgivning som definert i vphl. § 2-4 første ledd. Departementet mener imidlertid at foretakets plikt til å informere om gebyrer og omkostninger på porteføljekonto før en kunde flytter finansielle instrumenter fra handelskonto til porteføljekonto, vil være tilsvarende som ved eventuell etterfølgende transaksjon/investeringsrådgivning. Departementet viser til at endring av omkostninger og gebyrer som følge av flyttingen til porteføljekonto har direkte innvirkning på allerede foretatte investeringer ved at kostnadene, og derved avkastningspotensialet, henholdsvis reduseres eller økes, og denne endringen er et utslag av at verdipapirforetaket selv innfører og tilbyr en alternativ kostnadsstruktur.

Som vist til ovenfor i punkt ii) følger det videre av vphl. § 10-10 første ledd at foretaket plikter å treffe alle rimelige forholdsregler med hensyn til å «identifisere interessekonflikter» mellom foretaket og kunden, og kundene imellom, og ifølge

verdipapirforskriften § 9-23 skal «[v]erdipapirforetaket [...] som et minimum vurdere om foretaket [...] vil kunne oppnå økonomisk gevinst eller unngå økonomisk tap på bekostning av kunden». Dersom tiltakene etter § 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) 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.

Departementet bemerker at det ved investeringsrådgivning er et iboende motsetningsforhold ved at kunden har interesse av å få råd slik at kunden kan treffe en informert investeringsbeslutning med optimalt avkastningspotensial, samtidig som verdipapirforetaket har en interesse i høyest mulig vederlag for sine tjenester. Foretaket har slik departementet ser det neppe plikt til å opplyse om denne åpenbare interessekonflikten. Forholdet mellom foretaket og en ikke-profesjonell kunde vil imidlertid ofte være preget av asymmetrisk informasjon og ekspertise, som vil kunne medføre at kundene mangler forutsetninger for selv å identifisere interessekonflikter som kan oppstå overfor rådgiveren. Disse forhold er søkt avhjulpet i verdipapirhandelloven gjennom systemkrav, informasjonskrav og materielle omsorgsforpliktelser.

Foretaket anfører i klagen at «ved valg av betjeningskonsept er alle elementer transparente for kunden, og det er ikke tale om å vurdere hvorvidt kunden forstår forholdet mellom risiko og avkastning mv. Det er for kundene lett å forstå de spørsmålene og momentene som må vurderes». Departementet er ikke enig i denne betraktningen, og mener det motsetningsvis kan være krevende for kunden å vurdere hvordan det sammensatte gebyr- og tjenestekonseptet i porteføljekontoen vil påvirke kostnadsstrukturen for det enkelte finansielle instrument/investeringstjeneste. Departementet viser herunder til at kunden i tillegg til kunnskap om de enkelte kostnadselementene på porteføljekonto, er avhengig av å vurdere sitt sannsynlige fremtidige handelsmønster for å ta en velinformert beslutning. Som redegjort for ovenfor i punkt iii) vil det sannsynlige fremtidige handelsmønster for kunder med illikvide instrumenter ikke bare avhenge av kundens ønsker og behov, men også av forhold i markedet for annenhåndsomsetning, samt forhold i det enkelte investeringsselskap, som utbyttepotensial og estimert tid for realisasjon av det underliggende objekt og medfølgende oppløsning og utbetaling fra investeringsselskapet. Dette er forhold som foretaket forutsetningsvis har mer kunnskap og informasjon om enn kunden. Videre vil det kreve en modell, i betydningen mer enn en simpel regneøvelse, å sammenstille porteføljegebyr, eventuell innsetningsavgift og porteføljeginntekt, med ovennevnte informasjon, og anslå den kostnad investering i det enkelte finansielle instrument medfører, gitt det sannsynlige handelsmønsteret. Departementet mener derfor det foreligger en betydelig grad av asymmetri i informasjon og forutsetninger for å anvende informasjonen mellom kundene og verdipapirforetaket, hva gjelder gebyrer og omkostninger i tilknytning til porteføljekontokonseptet.

Departementet mener på denne bakgrunn at foretaket plikter å informere kunden etter vphl. § 10-10 med tilhørende forskriftsbestemmelser dersom flytting av finansielle instrumenter fra handelskonto til porteføljekonto mest sannsynlig ikke er i kundens økonomiske interesse, men i foretakets. Generell informasjon om størrelsen på gebyrer og kostnader på porteføljekonto, eksempelvis ved at kunden gjøres kjent med vilkårene i kontrakten om porteføljekonto, er derved, slik departementet ser det, ikke i seg selv er tilstrekkelig til å oppfylle ovennevnte krav til informasjon.

Som redegjort for ovenfor i punkt iii) vil estimert tidspunkt for omsetning i annenhåndsmarkedet og/eller utløpstidspunkt for produktet, det vil si tidspunktet for realisering av *selskapets* aktiva og utbetaling til aksjonærene, være et element i beregningen av kostnadene for det enkelte finansielle instrument på porteføljekonto, og i vurderingen av om overføring til porteføljekonto mest sannsynlig er i kundens økonomiske interesse. Dersom henholdsvis utløpstidspunkt eller tidspunkt for omsetning forskyves i forhold til estimatene, vil dette medføre et avvik i beregningsgrunnlaget som slår ut til ugunst for kunden. Som nevnt ovenfor i punkt iv) har utløpstiden økt for majoriteten av de produkter hvor foretaket har oppgitt estimert utløpstidspunkt. Med grunnlag i de informasjonsplikter som departementet har redegjort ovenfor, mener departementet at usikkerhet ved henholdsvis estimert utløpstidspunkt og omsetningstidspunkt i annenhåndsmarkedet, og innvirkningen for kunden ved forskyvninger av disse, må hensyntas i foretakets informasjon til kunden.

Som vist til ovenfor i punkt ii) følger det videre av vphl. § 10-11 tredje ledd at foretaket skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er «korrekt, klar og ikke villedende», og at «markedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan».

#### b) Vurdering av informasjon gitt til kundene

Departementet har gjennomgått dokumentasjonen i utvalget og bemerker at det for nesten samtlige kunder, sett hen til både i den opprinnelige dokumentasjonen (overføringsskjemaet) samt i utfyllende redegjørelse fra foretaket, ikke er vist at foretaket har tatt opp med kunden at flytting av finansielle instrumenter til porteføljekonto ikke nødvendigvis vil være i kundens økonomiske interesse. Departementet merker seg videre at hensynet til *reduuerte fremtidig transaksjonskostnader* en del av begrunnelsen for alle kundene i utvalget, selv om flyttingen til porteføljekonto sannsynligvis ville medføre økte transaksjonskostnader for de aller fleste kundene i utvalget, jf. departementet vurdering beskrevet ovenfor i punkt iv).

I flere av overføringsskjemaene i utvalget står det angitt at «avgiftsstrukturen er grundig forklart» for kunden. Ut fra klagers argumentasjon om at avgiftsstrukturen var lettfattelig, tabellarisk og enkelt for kunden å forstå, og fremgikk fra avtalen, finner departementet det sannsynlig at en forklaring av avgiftsstrukturen gikk ut på å

gjennomgå henholdsvis hvordan de ulike avgiftene og inntektene ble beregnet med grunnlag i kundens AUM, ev. porteføljeinntekter. Herunder finner departementet at kunden verken fikk opplyst hvorvidt kunden mest sannsynlig fikk økte eller reduserte transaksjonskostnader ved flytting, eller opplysninger om beregnede kostnader for de enkelte instrumenter og forutsetninger og usikkerhetsfaktorer ved disse beregningene. At kundene i utvalget ikke har fått individualiserte opplysninger om hvordan gebyrer og kostnader vil slå ut for den enkelte ved flytting til porteføljekonto, understøttes også, slik departementet ser det, av at begrunnelsene for overflytting til porteføljekonto i utvalget synes å være standartpreget. Tilgang til «personlig rådgivning», «autorisert rådgiver», «bredt produktspekter» «faste kostnader», «produktneutrale kostnadsstruktur» og lignende er begrunnelser som går igjen, og uten å skille mellom illikvide og /eller langsiktige investeringer og likvide og kortsiktige investeringer. Som det fremgår i punkt iv) ovenfor mener departementet at funnene i utvalget er representative for foretaket.

Departementet mener den generelle informasjonen som foretaket har lagt ut på sine nettsider, eller sendt til kunder med AUM over 500 000, i stor grad har hatt preg av markedsføring for porteføljekonto, og ikke en objektiv veiledning til kunden. Foretaket opplyser imidlertid i informasjonsbrevet at mye av informasjonen om porteføljekonto ble gitt muntlig til den enkelte kunde. På bakgrunn av den informasjonen som fremkommer for kundene i utvalget, og som redegjort for ovenfor, samt den informasjon foretaket har massedistribuert, finner departementet det imidlertid sannsynlig at foretaket heller ikke har gitt de nødvendige opplysninger i kundesamtalene. Denne oppfatningen underbygges også av at foretakets arbeidsprosesser for overføring til porteføljekonto gir svært mangelfull veiledning for rådgiver i å vurdere hvilke opplysninger som skal gis til kundene (jf. nedenfor i punkt 9.2.4 iii) om «arbeidsprosesser»).

På denne bakgrunn mener departementet at foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt kravet til informasjon etter vphl. § 10-11 tredje ledd (korrekt og klar og ikke villedende informasjon), vphl. § 10-10 (opplysninger om interessekonflikt) og vphl. 10-11 annet ledd jf. verdipapirforskriften § 10-15 (opplysning om gebyrer og kostnader).

Departementet viser også til at foretaket i sitt informasjonsmateriale opplyser at porteføljekonto er «fri for interessekonflikter». Departementet mener denne opplysningen ikke medfører riktighet. For det første vil det, som redegjort over i punkt a) kunne oppstå en interessekonflikt ved selve overføringen fra handelskonto til porteføljekonto ved at overføringen er i foretakets, og ikke kundens, økonomiske interesse. For det andre vil heller ikke gebyrstrukturen på selve porteføljekonto, slik departementet ser det, være «fri for interessekonflikter». Departementet viser herunder til at skjæringspunktet for kostnader på porteføljekonto sett i forhold til handelskonto medfører at det for likvide instrumenter må være en høy omsetningshastighet på kundens AUM, jf. ovenfor i punkt iii). Dette innebærer forutsetningsvis arbeid for foretaket i form av investeringsrådgivning som skal øke avkastningspotensialet mer enn

de kostnader som påløper. Videre betaler kunden på porteføljekonto et fast beløp uavhengig av antall transaksjoner og rådgivning, mens foretaket dekker de løpende interne kostnader til rådgivningen, og har også direkte utgifter til gjennomføring av transaksjonene. Foretaket kan da ha direkte økonomisk interesse av ikke å gjennomføre all den rådgivningen og alle de transaksjonene som kunden har forhåndsbetalt for, og som angivelig skal øke avkastningspotensialet for kunden, og i stedet kanalisere arbeidsinnsatsen mot innhenting ny kapital til porteføljekonto. Departementet viser også til at det i porteføljekontoavtale ikke var avtalt noe nærmere om omfang og innhold av foretakets investeringsrådgivning, eller antall transaksjoner, utover at foretaket skal «bistå til å optimalisere kundens investeringsstruktur gjennom utarbeidelse av en langsiktig investeringsplan og tilpasset investeringsrådgivning».

På denne bakgrunn mener departementet at foretakets markedsføring av porteføljekonto som «fri for interessekonflikter» er overtredelse av kravet etter vphl. § 10-11 tredje ledd om korrekt, klar og ikke villedende informasjon.

### Egnethetsvurdering

#### a) Utgangspunkt

Som vist til ovenfor i punkt ii) følger det av vphl. § 10-11 fjerde ledd og tilhørende forskriftsbestemmelser at verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning, skal innhente nødvendige og nærmere angitte opplysninger fra kunden 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 finansielle instrumenter/investeringstjenester som ikke er egnet for den enkelte kunde. Ved vurderingen av om et råd er egnet etter vphl. § 10-11 fjerde ledd og tilhørende forskriftsbestemmelser, må verdipapirforetaket ta hensyn til de kostnader som påløper for kunden om rådet følges.

Som angitt ovenfor om informasjonsplikt legger departementet til grunn at rådgivning om overføring fra porteføljekonto til handelskonto isolert sett ikke er investeringsrådgivning som definert i vphl. § 2-4 første ledd. Videre vil endrede omstendigheter normalt ikke medføre krav til gjennomføring av en fornyet egnethetsvurdering etter gjennomført transaksjon, med mindre dette er en del av investeringsrådgivningen i en ny transaksjon. I foreliggende tilfellet inntreffer imidlertid de endrete omstendigheter som følge av at verdipapirforetaket selv innfører og tilbyr en alternativ kostnadsstruktur som påvirker avkastningspotensialet, og derved egnetheten, av allerede utførte transaksjoner. På denne bakgrunn mener departementet at foretaket er forpliktet til å vurdere om endring av kostnadsstruktur som følge av flytting fra handelskonto til porteføljekonto, medfører at de finansielle instrumentene/investeringstjenesten ikke lenger er egnet for kunden. Departementet mener foretaket ikke kan gjennomføre en slik vurdering uten å beregne hvilken kostnad investering i det enkelte finansielle instrument medfører.



Departementet viser også til det som er beskrevet over om den reelle kompleksiteten av gebyrstrukturen på porteføljekonto, og asymmetri i informasjon og forutsetninger for å anvende informasjonen mellom kundene og verdipapirforetaket, og foretakets påfølgende økte ansvar for materielt å ivareta kundens interesser.

b) Foretakets vurdering

Departementet bemerker at foretaket i relasjon til porteføljekonto bruker begrepet «egnet» i flere ulike sammenheng med forutsetningsvis varierende betydning, jf. eksempelvis spørsmål og svar («FAQ om porteføljekonto») første gang publisert 26. august 2010. Foretakets ulike beskrivelser av arbeidsprosesser for overføring til porteføljekonto, helt fra introduksjonen i juni 2010, nevner også egnethet for kunden som et kriterium, men tilsynelatende uten å reflektere innholdet i en egnethetsvurdering. I begrunnelsene i overføringsskjemaene for utvalget synes for øvrig kundens egnethet ofte å likestilles med finansiell egnethet til å bære kostnadene ved porteføljekonto.

Ved vurderingen av om overføring til porteføljekonto er «en fordel for kunden», jf. «Instruks for overføring til porteføljekonto», henholdsvis versjon 7. juni 2010 og 9. mars 2011, viser instruksene til at «[h]ensikten med porteføljekonto skal dermed være få lavere transaksjonskostnader», men det føyes til at «[e]ventuelt ønsker kunden tjenestene i Porteføljekonto. Man må da forklare hvilke tjenester og hvorfor kunden trenger/ønsker disse». Sistnevnte alternativ reflekteres i overføringsskjemaene i utvalget, ved at det i disse gis anbefalinger om overføring begrunnet med tjenester i porteføljekonto, uten en vurdering av om kunden reelt vil få reduserte eller økte transaksjonskostnader når alle gebyrer og avgifter på porteføljekonto medregnes, jf. redegjørelse i punkt iv) ovenfor.

I compliancerapport avgitt september 2010 (heretter kalt «Sentralrapport1») kritiserer compliancefunksjonen foretaket for ikke å gjennomføre egnethetsvurdering ved råd om flytting fra handelskonto til porteføljekonto. I informasjonsbrevet fra foretaket til departementet 2. oktober 2012 skriver foretaket at det «allerede fra 1. januar 2011 var krav om at alle kunder egnethetstestes selv om arbeidsprosessene ikke ble oppdatert til å gjenspeile dette. AAM opplyste muntlig om endringen på arrangement 6. januar 2011 hvor alle rådgiverne var til stede». Den eneste relevant etterfølgende endringen departementet har sett i arbeidsprosessene etter september 2010/1. januar 2011, er at det i versjonen 9. mars 2011 tilføyes at «[r]ådgiver må begrunne hvilke produkter som blir flyttet over til PK fra HK og hvorfor». Når begrunnelsen også etter denne nye arbeidsinstruksen kan være at «[e]ventuelt ønsker kunden tjenestene i Porteføljekonto. Man må da forklare hvilke tjenester og hvorfor kunden trenger/ønsker disse», mener departementet at heller ikke denne arbeidsinstruksen reflekterer krav til en vurdering av om kostnadene for det finansielle instrumentet øker ved overføring til porteføljekonto, og om slik kostnadsøkning medfører at instrumentet ikke lenger er egnet for kunden. Ved gjennomgang av transaksjonsskjemaene i utvalget ser

departementet heller ingen endring av foretakets vurderinger i etterkant av henholdsvis den muntlige informasjonen til rådgiverne 1. januar 2011, og endring av arbeidsinstruksen 9. mars 2011. Departementet finner på denne bakgrunn at det heller ikke i praksis, på tross av mangelfull arbeidsinstruks, ble gjennomført nødvendige vurdering av om overføring fra handelskonto til porteføljekonto medførte at de finansielle instrumentene/investeringstjenesten ikke lenger var egnet for kunden.

Departementet mener på denne bakgrunn at foretaket alvorlig og systematisk har overtrådt vphl. § 10-11 fjerde ledd og tilhørende forskriftsbestemmelser.

### Kundens beste interesse

#### a) Utgangspunkt

Som vist til ovenfor i punkt ii) følger det av vphl. § 10-11 første ledd at foretaket skal «utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk» og herunder påse at «kundenes interesser [ ] ivaretas på beste måte». Videre skal foretaket etter vphl. § 9-11 første ledd nr. 2 innrette sin virksomhet slik at «foretaket er oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder [...] begrenses til et minimum, jf. § 10-10».

#### b) Foretakets ivaretagelse av kundens beste interesse

Foretaket anfører i klagen at kunden kan «være tjent med valg av porteføljekonto selv om antatte transaksjoner kan tilsi at årlig gebyr blir høyere enn ved valg av handelskonto». Foretaket begrunner anførselen blant annet med at:

Porteføljekonto gir forutberegnelighet med hensyn til kostnader dersom kunden skulle ønske å gjennomføre flere transaksjoner. Videre gir produktet tilgang til en rekke tilleggstjenester til fordelaktige vilkår, samtidig som det gir bedre incitament for rådgiver (verdistigning på portefølje fremfor transaksjonshyppighet). Og endelig får kundene tilgang til en personlig kontakt for oppfølging av sin portefølje» og videre at «[f]or enkelte kunder vil det å ha tilgang til tilleggstjenestene ha en egenverdi. For andre er det verken transaksjonsnivå eller tilleggstjenester som er avgjørende, men nettopp det å ha en aktiv og tilgjengelig personlig rådgiver som følger med på både makroøkonomiske forhold, porteføljens utvikling, og nye produkter.

Departementet har ovenfor i punkt iii) vurdert den økonomiske verdien av tilleggstjenester som regnskapsrådgivning og skatteplanlegging til å være den rabatten kunden oppnår ved disse tjenestene, og videre at tilgang til «personlig rådgiver» på porteføljekonto ikke kan anses å ha *økonomisk* verdi utover de alternative kostnadene til investeringsrådgivning på handelskonto.

Når det gjelder eventuell *ikke-økonomisk* verdi av tjenestene på porteføljekonto, vil departementet bemerke at kunder med *illikvide* instrumenter ofte vil ha en særskilt tilknytning til foretaket eller nærstående foretak ved at disse også er depotmottaker, og

at et opphør av kundeforholdet for slike instrumenter før «utløpstidspunktet» ofte vil måtte innebære salg, og derved transaksjonskostnader og eventuell likviditetsrabatt i annenhåndsmarkedet, og deretter eventuell reinvestering hos ekstern tjenestetilbyder. Videre vil salg av illikvide instrumenter i mange tilfeller ta tid. Ovennevnte kunder har forutsetningsvis et behov for opplysninger om utviklingen i investeringen, herunder når, hvordan og til hvilken pris kunden kan få realisert i annenhåndsmarkedet, eller om antatt «utløpstidspunkt», det vil si når investeringen vil realiseres gjennom salg av underliggende objekt og oppløsning av investeringsselskapet. Dette er informasjon som foretaket eller nærstående foretak ofte besitter som tilrettelegger av annenhåndsmarkedet, og eventuelt som følge av posisjoner i de investeringsselskapene kundene eier aksjer i. Departementet kjenner ikke til om foretaket eller nærstående foretak utgir informasjon utover regulær, felles aksjonærinformasjon. Departementet vil imidlertid bemerke at det ikke vil være i samsvar med «kundens beste interesse», jf. vphl. 10-11 første ledd, dersom foretaket gir bedre informasjonstilgang om annenhåndsmarkedet, eller utviklingen i det enkelte illikvide instrument, under forutsetning av at kunder flytter sine illikvide instrumenter over til et porteføljekontokonsept som ikke er i kundens beste økonomiske interesse. Slik departementet ser det gjelder dette også dersom foretaket markedsfører med, eller i kundesamtaler direkte eller indirekte gir kunden forståelsen av, at tilgangen til ovennevnte informasjon er bedre på porteføljekonto enn på handelskonto, jf. også plikten til å gi «korrekt, klar og ikke villedende» informasjon og at «[m]arkedsføringsinformasjon skal tydelig angis som sådan» etter 10-11 tredje ledd. Tilsvarende gjelder, slik departementet ser det, dersom foretaket innskrenker tilbudet på handelskonto på en slik måte at det ikke lenger blir tilgang til rådgivning som ivaretar behovet for hensiktsmessig realisering av kunders eksisterende investeringer i illikvide instrumenter i annenhåndsmarkedet, eller i kundesamtaler eller for øvrig gir kunden forståelse av at det vil bli en slik innskrenkning.

Departementet mener på denne bakgrunn at eventuell *ikke-økonomisk* verdi av overføring til porteføljekonto begrunnet med ulik tilgang til investeringsrådgivning eller informasjon i forbindelse med realisasjon av illikvide instrumenter kunden har hatt på handelskonto, i stor utstrekning ville vært verdi skapt av foretaket i strid med god forretningsskikk. Når det gjelder vurdering av eventuell ikke-økonomisk verdi for en konkret kunde ved tilgang til «proaktiv personlig rådgiver» ved reinvestering etter salg av illikvide instrumenter, viser departementet til at slik reinvestering vil ligge frem i tid, jf. forutsetningen om at transaksjonskostnadene blir høyere på porteføljekonto enn på handelskonto, og at kunden da kan vurdere flytting til porteføljekonto *etter* å ha solgt de illikvide instrumentene.

Når det gjelder foretakets anførsel i klagen om at «[m]ange kunder har også valgt konseptet fordi rådgiver ikke har en interesse i å foreslå transaksjoner fordi det genererer inntekter til Foretaket eller rådgiver - eller å foreslå noen produkter fremfor andre», deler ikke departementet foretakets oppfatning av at porteføljekonto er «fri for interessekonflikter», jf. ovenfor om informasjon til kunden. Departementet finner det

for øvrig ikke nødvendig å ta stilling til eventuell forskjell i omfang av interessekonflikt mellom handelskonto og porteføljekonto for henholdsvis kunder med illikvide og likvide instrumenter, da foretaket, slik departementet ser det, ikke kan råde kunder som mest sannsynlig får økte transaksjonskostnader, til å flytte over til porteføljekonto reelt sett med begrunnelse at det er større sannsynlighet for at foretakets rådgivere overholder lovens krav til god forretningsskikk på porteføljekonto enn på handelskonto. Dette er forhold foretaket skal påse at er ivaretatt gjennom organisering, compliance mv., både på handelskonto og på porteføljekonto.

Departementet kan videre ikke se at «faste»/«forutberegnelige» månedlige kostnader vil ha nevneverdig ikke-økonomisk verdi for kunder med illikvide instrumenter, og viser herunder til at antall transaksjoner forutsetningsvis vil være svært begrenset, og at transaksjonsgebyr ved salg trekkes av salgssummen, slik at dette er kostnader kunden vil ha likviditet til å dekke.

Foretaket har også vist til at det kan være en verdi for kunden med «forhåndsbetaling» av eventuell reinvestering. Når det gjelder illikvide instrumenter, kan ikke departementet se at dette vil kunne ha noen ikke-økonomisk verdi for kunden. Slik departementet ser det vil slik forhåndsbetaling heller motsetningsvis medføre at kunden ved en fremtidig reinvestering ikke kan velge annen tjenestetilbyder, eller investere i likvide instrumenter med lavere transaksjonskostnader, uten å tape de forhåndsbetalte transaksjonskostnadene.

Departementet kan heller ikke se at tilgangen til skatterådgivning eller regnskapsbistand via foretaket, i stedet for direkte fra eksempelvis Deloitte eller Mirror Accounting, kan ha nevneverdig egenverdi utover prisrabatten.

På denne bakgrunn mener departementet at råd om flytting av kunder med *illikvide* instrumenter i strid med deres *økonomiske* interesser ikke vil være «*i kundens beste interesse*» etter vphl. § 10-11 første ledd, eventuelt annet enn i helt særegne tilfeller. Som det fremkommer av departementets gjennomgang i punkt iv) over, finner departementet at *illikvide* instrumenter i et betydelig antall tilfeller har blitt flyttet fra handelskonto til porteføljekonto i strid med kundens økonomiske interesser og etter råd fra foretaket.

Departementet mener på denne bakgrunn at foretaket alvorlig og systematisk har misligholdt plikten til å ivareta *kundens beste interesser* etter vphl. § 10-11 første ledd.

Departementet finner det ikke nødvendig å ta stilling til om, og eventuelt i hvilke tilfeller, tilgang til personlig rådgiver eller eventuelt «faste»/«forutberegnelige» månedlige kostnader mv. kan ha *ikke-økonomisk* verdi som medfører at det kan være i kundens interesse å flytte *likvide* instrumenter til porteføljekonto selv om slik flytting er i strid med kundens økonomiske interesser. Dette må uansett bli en konkret vurdering av den enkelte kunde, og et *valg* som kunden tar på et *opplyst grunnlag* etter lovmessig

informasjon om gebyrer og omkostninger for det enkelte finansielle instrument/ investeringstjeneste, og eksplisitt opplysning om at flyttingen mest sannsynlig er i foretakets økonomiske interesse, ikke kundens, jf. ovenfor om informasjon til kunden. Departementet vil imidlertid bemerke at foretaket uansett ikke kan gi råd om overføring til porteføljekonto på grunnlag av ikke-økonomisk verdi dersom transaksjonskostnadene på porteføljekonto medfører at kundens finansielle instrumenter blir uegnet på grunn av kostnadene som påløper, jf. ovenfor om egnethetsvurdering.

### **9.2.3 Warrants**

Finanstilsynet har i sitt vedtak punkt 3 rettet kritikk mot foretaket i fm rådgivning om produktet Vekstavkastning Oslo Børs II Autocall i 2010. Finanstilsynet påpeker i punkt 6.2 i vedtaket at denne kritikken ikke har vært avgjørende for Finanstilsynets konklusjon, og departementet har ikke gjennomgått eller vurdert forhold vedrørende Vekstavkastning Oslo Børs II Autocall i 2010.

### **9.2.4 Organisering og styring**

#### *i) Dokumentasjon*

##### Bakgrunn

Finanstilsynet anfører i vedtaket at foretaket har brutt dokumentasjonsplikten i forbindelse med flytting av finansielle produkter til porteføljekonto.

Klager anfører at verdipapirhandellovens krav til dokumentasjon ikke kommer direkte til anvendelse ved overflytting til porteføljekonto, fordi rådgivning knyttet til porteføljekonto ikke er investeringsrådgivning, og videre at «verken rettslige eller faktiske forhold tilsier at det oppstilles strenge krav med hensyn til dokumentasjon for kundens ønske om å flytte instrumentene over til porteføljekonto».

##### Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-11 første ledd nr. 7 at investeringstjenester, herunder investeringsrådgivning, skal dokumenteres, og at dokumentasjonen skal være «minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt». Det følger videre av verdipapirforskriften § 9-25 at informasjon om interessekonflikt etter vphl. § 10-10 skal gis skriftlig.

##### Konkret vurdering

Som redegjort for over mener departementet at foretaket før en kunde flytter finansielle instrumenter over til porteføljekonto, plikter å gi informasjon om gebyr og omkostninger etter vphl. § 10-11 annet ledd jf. verdipapirforskriften § 10-15, å gjennomføre en revidert egnethetstest etter vphl. § 10-11 fjerde ledd med tilhørende forskriftsbestemmelser, og etter forholdene gi informasjon om interessekonflikt etter

vphl. § 10-10. Departementet mener dette er forhold som skal dokumenteres iht. vphl. § 9-11 første ledd nr. 7 og verdipapirforskriften § 9-25.

Som redegjort for over i punkt 9.2.2 v) har departementet konkludert med at foretaket i betydelig omfang ikke har gitt informasjon eller vurdert egnethet i samsvar med lovens krav. I den utstrekning slik informasjon og vurdering faktisk er foretatt, finner departementet at foretaket har overtrådt plikten til å dokumentere dette etter vphl. § 9-11 første ledd nr. 7 og verdipapirforskriften § 9-25.

## *ii) Lønnsavtale og bonus*

### Bakgrunn

Finanstilsynet anfører i vedtaket at foretaket «har hatt en lønnsmodell som åpenbart kan medvirke til rådgivning i strid med kundens interesser», mens klager anfører at lønnsmodellen i foretaket var laget under forutsetning av at alt arbeid, herunder anbefalingene knyttet til overflytting til porteføljekonto, skulle gjøres i henhold til relevant lovgivning og retningslinjer og til det beste for kunden.

### Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-11 første ledd nr. 2 at foretaket skal være «oppbygd og organisert på en slik måte at risikoen for interessekonflikter mellom foretaket og dets kunder eller foretakets kunder seg imellom begrenses til et minimum».

### Konkret vurdering

Departementet viser til at foretaket hadde kampanje for overføring av kundene til porteføljekonto i perioden 15. juni til 31. august 2010 for rådgiverne, og fra 15. juni til 31. desember 2010 for lederne. Departementet mener en kampanje som gir rådgiver og/eller daglig leder direkte økonomisk uttelling for overføring av kunder til porteføljekonto, i betydelig grad øker risikoen for at rådgiver anbefaler å overføre kunder til porteføljekonto også der slik overføring er i strid med kundens økonomiske interesse. Dette skyldes, slik departementet ser det, både at rådgiveren får direkte økonomisk uttelling ved overføring av kunder, og at en slik kampanje gir sterke signaler fra ledelsen om at overføring til porteføljekonto ofte vil være ønskelig for foretaket.

Departementet viser videre til at rådgiverne hadde transaksjonsbasert provisjon på handelskonto, mens de hadde provisjon beregnet ut fra kundens AUM på porteføljekonto. Hver for seg vil slike lønnsmodeller innebære at risikoen for interessekonflikter øker; på handelskonto ved at rådgiver har insitament til å foreta flere transaksjoner enn kunden er tjent med, og på porteføljekonto ved at rådgiver ofte vil være tjent med å bruke tiden på å innhente ny kapital fremfor investeringsrådgivning og reallokering for å øke avkastningspotensialet hos eksisterende kunder.

Departementet bemerker videre at i kombinasjon vil disse lønnsmodellene medføre et betydelig insitament for rådgiver til å overføre kunder med illikvide instrumenter, eller

likvide instrumenter med langsiktig perspektiv, til porteføljekonto. Som redegjort for ovenfor i punkt 9.2.2 var det sannsynlig at overføring av slike instrumenter ofte ikke var i kundens interesse. Rådgiverne hadde derved gjennom sin avlønning et økonomisk insitament til å overføre kunder til porteføljekonto i strid med kundens interesse.

Det er slik departementet ser det ikke tilstrekkelig å vise til at lønns- og bonusmodellene var laget under forutsetning av at overføring skjer «i henhold til relevant lovgivning og retningslinjer og til det beste for kunden», slik anført av foretaket. Departementet mener foretaket på denne bakgrunn har opptrådt i strid med vphl. §9-11 første ledd nr. 2 og at overtredelsene er alvorlige og systematiske.

### *iii) Arbeidsprosesser*

#### Bakgrunn

Finanstilsynet anfører at arbeidsprosessedokumentet burde «vært konkretisert ytterligere og det burde vært inntatt blant annet en vurdering av tidshorisont på gjenværende investering, avgifter som vil påløpe i perioden og transaksjonskostnader ved reinvestering» og videre at foretaket burde ha «veiledet sine rådgivere om hvordan man foretar en simulering av hvor høy aktivitet den aktuelle kunde må ha for at det kan forsvare overføring til Porteføljekonto».

Klager viser til at foretaket har gitt uttrykk for vilje til å endre sine prosesser, uten at det derved anses anerkjent at arbeidsprosessene ikke var tilstrekkelige.

#### Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-11 første ledd nr. 1 at et verdipapirforetak skal innrette sin virksomhet slik at foretaket har «tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter». Det følger videre av verdipapirforskriften § 9-24 at foretaket skal ha «skriftlige retningslinjer for å håndtere interessekonflikter».

#### Konkret vurdering

Departementet ba foretaket om kopi av alle versjoner av rutiner og retningslinjer (arbeidsprosesser, veiledninger og instruksjer) for overflytting til porteføljekonto, med angivelse av dato for fastsetting. Foretaket oversendte nevnte dokumentasjon til departementet i informasjonsbrevet 2. oktober 2012. Departementet har vurdert de ulike versjoner av dokumentene «Instruks [arbeidsprosess] for overføring til porteføljekonto», «Arbeidsprosess for porteføljekonto» og «Arbeidsprosess for flytting fra handelskonto til porteføljekonto», samt skjemaet «Overføring til porteføljekonto». Disse retningslinjer og rutiner synes å gjelde parallelt, og regulerer dels forskjellige og dels overlappende forhold ved overføringsprosessen.

Departementet finner de tilsendte retningslinjene og rutinene fragmentariske og utilstrekkelige som hjelpemiddel for rådgiverne til å gjøre en konkret og

hensiktsmessig vurdering av om en kunde skal anbefales overføring til porteføljekonto eller ikke, eventuelt hvilke deler av kundens portefølje som anbefales overført, samt til å gi kunden den nødvendige informasjon, jf. ovenfor under punkt 9.2.2.

Som nevnt over har foretaket i brev 4. juni 2012 presentert en simuleringskalkulator for departementet. Simuleringskalkulatoren ville kunne gitt rådgiverne en viss veiledning i vurderingen av hvor høy aktivitet den aktuelle kunde må ha for at porteføljekonto skal være i kundens økonomiske interesse. Departementet finner imidlertid ingen spor av henvisning til denne kalkulatoren i noen av de tilsendte retningslinjene og rutinene eller begrunnelsene for overføring, og departementet legger til grunn at kalkulatoren ikke er benyttet i nevneverdig utstrekning i rådgivningsprosessen.

Som redegjort for ovenfor i punkt v) om egnethetsvurdering, mener departementet at heller ikke retningslinjer og rutiner etter 9. mars 2011 gir rådgiver tilstrekkelig veiledning.

Departementet finner på denne bakgrunn at foretaket har alvorlig og systematisk overtrådt vphl. § 9-11 første ledd nr. 1 «tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter» og vphl. § 9-11 første ledd nr. 2 jf. verdipapirforskriften § 9-24 om «skriftlige retningslinjer for å håndtere interessekonflikter».

### **9.2.5 Compliancefunksjon**

#### ***i) Compliancefunksjonen – organisering mv.***

##### Bakgrunn

Finanstilsynet anfører i vedtaket at «foretaket på tilsynstidspunktet ikke har hatt et tilstrekkelig bevisst forhold til grensedragningen mellom business controlfunksjoner og en uavhengig compliancefunksjon». Finanstilsynet påpeker også at foretaket på tilsynstidspunktet ikke hadde noen complianceinstruks. Videre har Finansdepartementet bedt klager om en nærmere redegjørelse for foretakets delvise utkontrahering av compliancefunksjonen og oppnevning av complianceansvarlig.

Foretaket anfører i klagen at foretaket har hatt en compliancefunksjon som tilfredsstillende lovens krav, og skriver herunder at «[r]eelt har Foretaket hatt en klar forståelse av compliance' uavhengige rolle». Videre har foretaket redegjort for foretakets oppnevning av complianceansvarlig og utkontrahering av compliancefunksjon, og anfører at organiseringen av compliancefunksjonen er i henhold til lov, forskrift og myndighetspraksis.

##### Rettslig utgangspunkt

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) og at «det er utpekt en medarbeider med hovedansvar for foretakets kontrollfunksjon og for rapportering til foretakets ledelse som nevnt i § 9-12 annet ledd», jf. verdipapirforskriften § 9-8 tredje ledd bokstav b).

### Konkret vurdering

#### a) Utkontrahering

Departementet legger til grunn at foretaket hadde én compliancemedarbeider og at det i tillegg fikk bistand fra Acta Corporate Services AS i compliancearbeidet (heretter kalt «Sentral compliance»).

Departementet viser til at et verdipapirforetak helt eller delvis kan utkontrahere compliancefunksjonen på vilkår som angitt i vphl. § 9-11 annet ledd jf. verdipapirforskriften § 9-14. Verdipapirforetaket skal herunder «ha den kunnskap som kreves for effektivt å kunne føre tilsyn og håndtere risiko forbundet med den utkontrakterte virksomheten», jf. verdipapirforskriften § 9-14 annet ledd bokstav b).

Departementet bemerker at det ikke forelå skriftlig avtale mellom foretaket og Acta Corporate Service før 1. januar 2011, jf. verdipapirforskriften § 9-14 tredje, og at forholdet mellom compliancefunksjonen i foretaket og Sentral compliance derved ikke var regulert ved avtale i perioden med introduksjon og oppstart av porteføljekontokonseptet.

Det følger videre av rapport av juni 2010 fra internrevisor (KPMG) om internkontrollstrukturen i foretaket, at det var «manglende samordning av compliancearbeidet», herunder;

Acta konsernet har videre etablert en sentral compliance enhet, som organisatorisk ligger under Acta Holding. Denne funksjonen har overlappende oppgaver med compliance funksjonen i AAM, ift, de krav som stilles til en compliance funksjon. Samtidig utfører personene i compliance funksjonen både i AAM og Acta Holding andre typer oppgaver. [...] Det foreligger imidlertid ingen felles compliance plan som angir compliance funksjonen sitt samlede arbeid i AAM, herunder etterlevelses kontroller» [...] Slik organiseringen mellom sentral og lokal compliance fremstår pr i dag, er det etter vår oppfatning risiko for at det kan utføres dobbeltarbeid og at enkelte områder vil kunne bli utelatt fra kontroll omfanget.

Fra 1. januar 2011 følger det av skriftlig avtale mellom Acta Corporate Services AS (Sentral compliance) og foretaket at førstnevnte skal samarbeide, bistå og støtte foretaket i compliancearbeidet, mens det formelle og reelle ansvaret for compliance ligger hos foretaket.

Departementet ba i brev, som omtalt ovenfor i punkt 8.2, foretaket om en nærmere redegjørelse for den konkrete ansvars, arbeids- og rolledelingen mellom foretakets compliancefunksjon (Lokal compliance) og den utkontraherte compliancefunksjonen (Sentral compliance). I sin redegjørelse til departementet skriver klager bl.a. at «[d]et er riktig at endelig versjon av avtalen først forelå i januar 2011. Arbeidet med å utarbeide avtalen begynte imidlertid allerede kort tid etter at KPMG påpekte fraværet av formelt avtaleverk i juni 2010» og videre at «avtalen i all hovedsak var en kodifikasjon av gjeldende praksis mellom Sentral compliance og Lokal compliance. Den nære knytningen mellom foretakene medførte at AAM/Lokal compliance hadde god mulighet til å føre tilsyn med de utkontraherte tjenestene og risikoen som fulgte med også forut for undertegningen av formell avtale».

Foretaket redegjør videre for forholdet mellom Sentral compliance og Lokal compliance som nærmere referert ovenfor i punkt 8.2.

Departementet er innforstått med at en sentralisert compliancefunksjon i et konsern kan være effektivt og hensiktsmessig. Departementet presiserer at øverste ledelse i verdipapirforetaket er ansvarlig for å føre løpende tilsyn med den utkontraherte virksomheten, og at utkontrahering av compliancefunksjonen innen et konsern ikke medfører en mindre grad av ansvar for øverste ledelse i det enkelte verdipapirforetak. Departementet bemerker videre at det ikke er krav om at compliancefunksjonen *dupliseres* ved at det også er en eller flere uavhengige compliancemedarbeidere i det enkelte verdipapirforetak. Dersom funksjonen dupliseres, må det imidlertid, slik departementet ser det, være en klar og dokumentert ansvars- og arbeids/rollefordeling mellom compliancefunksjonen i verdipapirforetaket og den utkontraherte compliancefunksjonen, for at den samlede compliancefunksjonen kan anses å oppfylle kravene etter verdipapirforskriften § 9-8.

På grunnlag av manglende avtaleregulering eller annen tilstrekkelig strukturert koordinering av Sentral compliance' og foretakets compliance (Lokal compliance) på tidspunktet for introduksjon og oppstart av porteføljekontokonseptet, finner departementet at foretaket på dette tidspunktet ikke hadde sørget for tilstrekkelig arbeids- og rollefordeling mellom foretakets compliancefunksjon og den utkontraherte compliancefunksjonen, og at foretaket derfor har overtrådt kravet til organisering av compliancefunksjonen etter verdipapirforskriften § 9-8 annet ledd. Departementet har ikke tilstrekkelig informasjon til å avgjøre om foretaket i etterkant rettet opp i forholdet, eller om overtredelsen motsetningsvis har vært vedvarende, og vektlegger forholdet som en tidsbegrenset overtredelse.

#### b) Complianceansvarlig

Ifølge foretakets redegjørelse til departementet som vist til over i punkt 8.2 opplyser foretaket at ansvaret for foretakets compliance både formelt og reelt er lagt på Lokal

compliance, som er foretakets compliancemedarbeider, og at Lokal compliance ledet compliancearbeidet og hadde tilgang til tilstrekkelige ressurser gjennom Sentral compliance. Videre skriver foretaket at Lokal compliance skulle «besørge implementering av eventuell tiltak som måtte iverksettes som følge av avdekkede feil med kontroller, herunder også ved utarbeidelse, revidering og implementering av arbeidsprosesser for AAM».

Departementet viser til at foretaket etter verdipapirforskriften § 9-8 tredje ledd bokstav b) skal påse at det er «utpekt en medarbeider med hovedansvar for foretakets kontrollfunksjon og for rapportering til foretakets ledelse som nevnt i § 9-12 annet ledd». Videre følger det av verdipapirforskriften § 9-7 første ledd bokstav d) at «Verdipapirforetak skal til enhver tid påse at det ansetter medarbeidere som har nødvendig kompetanse og kunnskap» I dette ligger det slik departementet ser det en plikt for foretaket til å påse at den som utpekes som complianceansvarlig har tilstrekkelig kunnskap og erfaring til å kunne organisere compliancearbeidet på en tilfredsstillende måte, og til å kunne opptre med tilstrekkelig autoritet og gjennomslagskraft i organisasjonen ved implementering og iverksetting av tiltak som følge av avdekkede feil. Departementet bemerker at foretaket i perioden med planlegging, introduksjon og oppstart av porteføljekontokonseptet hadde utpekt som complianceansvarlig for foretakets virksomhet en nylig ansatt medarbeider med to års tidligere arbeidserfaring. På bakgrunn av arten, omfanget og kompleksiteten i foretakets virksomhet, mener departementet at foretaket med dette har overtrådt verdipapirforskriften § 9-8 tredje ledd bokstav b) jf. verdipapirforskriften § 9-7 første ledd bokstav d). Slik departementet ser det avhjelpes ikke denne mangelen ved at complianceansvarlig hadde tilgang til å trekke på ressurser hos Sentral compliance.

#### c) Stillingsinstruks

Mangler ved stillingsinstruksen til complianceansvarlig på tilsynstidspunktet, samt at det på tilsynstidspunktet ikke forelå en egen complianceinstruks for foretaket, medfører, slik departementet ser det, at foretaket ikke har overholdt kravet til «tilstrekkelige og betryggende retningslinjer og rutiner som skal sikre etterlevelse av foretakets forpliktelser etter lov og forskrifter» jf. vphl. § 9-11 første ledd nr. 1. Dette bidrar til å underbygge departementets oppfatning av at foretaket ikke oppfylte kravene til organisering av compliancefunksjon etter verdipapirforskriften § 9-8.

#### d) Struktur og plan

Finanstilsynet anfører i vedtaket at kontroller som skal gjennomføres av Team forkontroll ikke burde vært tatt med i compliance' kontrollplan for 2011, da Team forkontroll ikke er en del av compliance. I stedet burde det vært inntatt at compliance, i tillegg til egne kontroller, også foretar stikkprøver av kontrollene til forkontroll, koordinatorer og «business control».

Klager opplyser at foretaket innrettet seg etter Finanstilsynets anførsler, og skriver at:

Så lenge compliance har hatt en plan og har foretatt tilstrekkelige kontroller av virksomheten uavhengig av internkontrollfunksjonene, kan dette forholdet uansett neppe tillegges særlig vekt.

Departementet mener, i likhet med Finanstilsynet, at gjennomarbeidede, risikobaserte og rendyrkede kontrollplaner for den samlede compliancefunksjonen, som over en periode sikrer at alle deler av foretakets virksomhet blir kontrollert, herunder også kvaliteten på foretakets øvrige kontrollvirksomhet, er en vesentlig forutsetning for effektiv compliancevirksomhet. Med «rendyrket» compliancekontroll mener departementet at compliancefunksjonen skal være uavhengig og ha en selvstendig plan for sitt arbeid. Dette medfører *ikke* at compliancefunksjonen skal være avskåret fra å bruke informasjon innhentet gjennom foretakets øvrige kontrollvirksomhet når dette er hensiktsmessig, eller at øvrige kontrollfunksjoner er avskåret fra å koordinere kontroller med compliancefunksjonens kontroller, så lenge funksjonenes uavhengighet og mandat hensyntas. Videre bør compliancefunksjonen beskrive øvrig kontrollvirksomhet når det samlede kontrollmiljøet omtales i compliancefunksjonens rapporter.

Departementet finner at foretaket i 2010 og 2011 ikke har hatt gjennomarbeidede og rendyrkede planer for compliancevirksomheten. Dette bidrar til å underbygge departementets oppfatning av at foretaket ikke oppfylte kravene til organisering av compliancefunksjon etter verdipapirforskriften § 9-8.

e) Oversikt over hendelse og avvik

Finanstilsynet skriver i vedtaket at de «vurderer det som helt nødvendig at Foretaket har en samlet oversikt over hendelser og avvik».

Foretaket viser til at det er riktig at foretaket ikke har ført en ordinær oversikt over hendelser og avvik avdekket som følge av compliance' arbeid, men at foretaket har «gjennom rapportene en klar logg over avvikene som oppdages og hvilke tiltak som skal iverksettes, jfr. ovenfor om rapportenes oppbygning. Etter Finanstilsynets tilbakemelding ga for øvrig Foretaket klart uttrykk for at hendelsesregister ville bli utarbeidet».

Departementet mener at en samlet oversikt over hendelser og avvik er et viktig arbeidsverktøy for en effektiv compliancefunksjon, herunder, som påpekt av Finanstilsynet, for å kunne avdekke om den enkelte hendelse/avvik er en tilfeldig feil, eller utslag av mer systematisk bevisste eller ubevisste feilvurderinger, samt å vurdere om det er enkelte kontorer eller områder som skiller seg ut, og videre for å kunne iverksette tiltak som er adekvate og effektive, samt vurdere om retningslinjer, rutiner og prosedyrer er tilstrekkelig effektive. Fravær av slik samlet oversikt underbygger,

slik departementet ser det, oppfatningen av at foretaket ikke oppfyller kravene til organisering av compliancefunksjonen etter verdipapirforskriften § 9-8.

## *ii) Compliancefunksjonen - oppgaver*

### Rettslig utgangspunkt

Verdipapirforskriften § 9-8 første ledd lyder som følger:

Verdipapirforetak skal 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.

Verdipapirforskriften § 9-8 annet ledd lyder som følger:

Verdipapirforetak skal ha en effektiv og uavhengig kontrollfunksjon, som skal

- (a) kontrollere at foretaket oppfyller sine forpliktelser etter første ledd,
- (b) regelmessig vurdere om de nevnte retningslinjer, prosedyrer og tiltak er tilstrekkelig effektive,
- (c) vurdere eventuelle tiltak som iverksettes for å avhjelpe manglende etterlevelse av regelverket, og
- (d) gi råd og veiledning om verdipapirforetakets forpliktelser etter verdipapirhandelloven til foretakets ledelse, ansatte og andre som yter investeringstjenester på vegne av foretaket.

### Konkret vurdering

#### a) Forebygge

Som det fremgår ovenfor i punkt 9.2.4 iii) konkluderte departementet med at foretakets arbeidsinstrukser var alvorlig og systematisk mangelfulle. I Sentralrapport1, utarbeidet av Sentral compliance etter oppstart av overflytting til porteføljekonto (september 2010), konkluderte Sentral compliance med at arbeidsinstruksene for overføring til porteføljekonto ikke oppfyller krav i lov og forskrift. Departementet viser til foretakets plikt til å forebygge etter verdipapirforskriften § 9-8 første ledd og compliancefunksjonens plikt til å gi råd og veiledning etter § 9-8 annet ledd bokstav d). Departementet mener compliancefunksjonen i større utstrekning skulle vært involvert før oppstart av et nytt konsept som porteføljekontokonseptet, og at det herunder ikke er tilstrekkelig at compliancefunksjonen påpekte manglene ved arbeidsinstruksene i en kontroll *etter* oppstart av overføring til porteføljekonto. Departementet finner på denne bakgrunn at foretaket har overtrådt verdipapirforskriften § 9-8 første ledd og annet ledd.

b) Kontrollere/vurdere tiltak for å avhjelpe manglende etterlevelse

Finanstilsynet anfører i vedtaket at «[d]e to Sentral compliance-rapportene fra september 2010 (Sentralrapport1) og juni 2011 (etter stedlig tilsyn) fremstår isolert som grundige; både i sin tilnærming, vurderinger og konklusjoner». Finanstilsynet viser imidlertid til at de i foreløpig rapport 19. september 2011 stilte spørsmålet ved «hvorfor man i perioden september 2010 til juni 2011 ikke har gjennomført noen (enkler) kontroller fra compliance' side knyttet til Foretakets overføring av kunders porteføljer til Porteføljekontokonseptet, gitt de alvorlige observasjoner og funn som fremkom i Sentralrapport1» og at foretaket i tilsvaret viser til at Sentralrapport1 var grundig, og oppgir at dette tilsa at det var redusert behov for flere stikkprøvekontroller. Foretaket anfører videre i klagen at «oppfølgingen er etter Foretakets oppfatning i tråd med vpf. § 9-8», og viser herunder til at det ble iverksatt tiltak med presisering av arbeidsprosess, opplæring av ansatte og egnethetstest forut for flytting. Foretaket skriver videre at det «noen ganger [vil] være uenighet mellom compliance og foretakenes ledelse uten at dette er avgjørende».

Departementet er enig i at Sentralrapport1 og stikkprøvekontroll av porteføljekontokunder avgitt av Sentral compliance 8. august 2011 separat sett fremstår som grundige. Departementet mener imidlertid at når det er avdekket høy grad av risiko for at foretaket ikke oppfylder sine forpliktelser etter verdipapirhandeloven, fordrer dette intensiv compliancevirksomhet for å «vurdere tiltak som iverksettes for å avhjelpe manglende etterlevelse av regelverket er tilstrekkelig effektive», jf. verdipapirforskriften § 9-8 annet ledd. Departementet bemerker videre at stikkprøver er et viktig verktøy for en effektiv compliancefunksjon, og er kritisk til at compliancefunksjonen ikke gjennomførte stikkprøver før nærmere ett år etter risikoen ble avdekket.

Departementet mener videre at den marginale revisjonen av arbeidsinstruksen som fant sted i mars 2011, var helt utilstrekkelig for å avhjelpe de mangler som forelå i forbindelse med overføringen fra handelskonto til porteføljekonto, jf. omtale ovenfor i punkt 9.2.4 iii). Departementet finner videre at nevnte forhold ikke ble avhjulpet av at foretaket opplyste muntlig på arrangement 6. januar 2011 om at alle kunder skulle egnethetstestes som beskrevet, jf. informasjonsbrevet, eller eventuell annen opplæring av ansatte.

Departementet er også av den oppfatning at e-post 12. oktober 2010 som ble sendt ut til kunder i etterkant av Sentralrapport1, jf. informasjonsbrevet bilag 5, fremsto som en fortsatt markedsføring av porteføljekonto, og ikke et forsøk på å imøtekomme og utbedre mangler avdekket i Sentralrapport1.

Departementet mener på denne bakgrunn at compliancefunksjonen ikke har vurdert tiltakenes effektivitet på en måte som tilfredsstillende kravene i verdipapirforskriften § 9-8

annet ledd jf. første ledd, alternativt at compliancefunksjonens vurdering er manglende rapportert, jf. nedenfor.

### *iii) Compliancefunksjonen - rapportering*

#### Bakgrunn

Finanstilsynet anfører i vedtaket at rapporteringsstrukturen i foretaket i praksis ikke synes å sikre styret en uavhengig rapport fra complianceansvarlig, og illustrerer dette med å vise til Sentralrapport1 som ifølge Finanstilsynet var av en slik karakter at den åpenbart burde vært rapportert til styret.

Klager anfører blant annet at:

selv om compliance<sup>1</sup> rapportering til styret formelt ble oversendt fra administrerende direktør til styret, var det reelt en rapportering fra compliance til styret. Compliance ga administrerende direktør den informasjon som skulle inn i rapporten. Compliance og styret hadde full tillit til at informasjonen ble videreformidlet i sin opprinnelige form. Foretaket var imidlertid enig i at det for utenforstående ikke var klart at compliance rapporterte til styret og har i ettertiden endret dette. Foretaket holder fast ved at rapporteringen reelt tilfredsstilte kravene om rapportering fra compliance til styret.

Klager viser videre til at «i tillegg får styrets leder oversendt alle rapporter fra compliance (Sentral og Lokal compliance) direkte, slik at også styrets leder kan kontrollere både at sakene blir riktig fremstilt for styret, men også at styret faktisk får den informasjon som er nødvendig for behandling».

#### Rettslig utgangspunkt

##### a) Compliancerapportering til styret og ledelsen

#### Utgangspunkt

Det følger av verdipapirforskriften § 9-12 første ledd at «[a]nsvaret for at foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter fastsatt i medhold av verdipapirhandelloven påligger verdipapirforetakets øverste ledelse». Bestemmelsen gjennomfører EØS-regler som svarer til kommisjonsdirektiv 2006/73/EF («gjennomføringsdirektivet til MiFID») artikkel 9 første ledd. Artikkel 9 inneholder bestemmelser om hvilket ansvar og hvilke oppgaver som tilligger ledelsen i foretaket og «tilsynsfunksjonen», det vil si styret i et norsk aksjeselskap. Slik departementet ser det må bestemmelsen i verdipapirforskriften § 9-12 første ledd forstås i lys av at det overordnede ansvaret for selskapets virksomhet tilligger styret allerede etter aksjelovene. Styret og ledelsens ansvar innebærer blant annet en løpende vurdering fra deres side av om foretaket oppfyller sine forpliktelser og iverksette tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler. Som en konsekvens av aksjelovens bestemmelser om ansvar og oppgaver for henholdsvis styret og daglig leder, vil det, slik

departementet ser det, være styret som har det overordnede ansvaret for at foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandelloven og forskrifter, og herunder ansvar for å føre tilsyn med den daglige ledelse av selskapet og selskapets øvrige virksomhet, samt iverksette tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler. Daglig leder vil ha slikt ansvar innenfor daglig leders oppgaver etter lov og forskrifter, samt innenfor styrets retningslinjer og instruksjer.

For å sikre at foretakets styre og ledelse er i stand til å overholde ovennevnte ansvar følger det blant annet av verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd at den «øverste ledelsen og styret» skal motta «skriftlige rapporter om verdipapirforetakets etterlevelse av lover og regler», og at «[s]like rapporter skal blant annet angi om det er iverksatt forebyggende tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler».

#### Ansvarlig for compliance-rapportering

Compliancefunksjonen er ansvarlig for rapportering til foretakets *ledelse* om etterlevelse av lover og regler som nevnt i verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd, jf. § 9-8 tredje ledd bokstav b). Departementet mener verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd jf. § 9-8 annet ledd bokstav b) ikke stiller et absolutt krav om at rapporteringen til styret skjer *direkte* fra compliancefunksjonen, men departementet viser til at styret etter norsk rett har en sentral rolle, herunder som kontrollør av daglig leder, og departementet mener på denne bakgrunn at det ofte vil være hensiktsmessig at rapportering til styret skjer direkte fra compliancefunksjonen. Dersom compliance-rapporteringen til styret skjer via daglig leder, skal compliancefunksjonen, slik departementet ser det, under enhver omstendighet føre kontroll med at compliance-rapportering til *styret som organ* er i samsvar med regelverket.

#### Innhold og hyppighet

Det følger av verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd at «ledelsen» skal motta rapporter om etterlevelse av lover og regler «på regelmessig basis» og «minst én gang årlig». Departementet mener rapporteringen fra compliancefunksjonen til *ledelsen* skal skje med et intervall og et innhold som setter ledelsen i stand til å ivareta sitt ansvar for foretakets overholdelse av lover og forskrifter, samt kunne iverksette tiltak ved avdekking av mangler ved virksomheten. Innholdet og hyppigheten må herunder tilpasses virksomhetens art, omfang og kompleksitet. Rapporteringen må, som påpekt av Finanstilsynet, være egnet både til å gi ledelsen et overordnet bilde av situasjonen i foretaket på det området compliancefunksjonen har ansvaret for, og gi grunnlag for å iverksette nødvendige tiltak — både ad hoc-inngrep og planmessig og langsiktig arbeid — innenfor compliance. Rapportering er også viktig for å skape notoritet internt og eksternt overfor tilsynsmyndigheter over hvilket arbeid som faktisk er utført av compliance. Hvilket intervall som er hensiktsmessig, vil variere mellom det enkelte foretak, men departementet understreker at det uansett må gjøres mer ad hoc-pregede rapporteringer der compliancefunksjonen gjør viktige funn.



Når det gjelder rapportering til *styret*, følger det av verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd at styret «på regelmessig basis» skal motta «skriftlige rapporter om verdipapirforetakets etterlevelse av lover og regler». Som for rapportering til ledelsen, vil hyppigheten måtte tilpasses virksomhetens art, omfang og kompleksitet, men departementet understreker at det også til styret må gjøres mer ad hoc-pregede rapporteringer der compliancefunksjonen gjør viktige funn, for at styret skal være i stand til å overholde sitt ansvar. Når det gjelder *innholdet* av rapporteringen til *styret* følger det av EØS-regler som svarer til gjennomføringsdirektivet til MiFID artikkel 9 tredje ledd, at medlemsstatene skal kreve at verdipapirforetaket påser at «en eventuell tilsynsfunksjon», det vil si styret i et norsk aksjeselskap, regelmessig mottar skriftlige rapporter om «de samme sakene». Departementet mener at kravet til at «styret skal motta skriftlige rapporter om verdipapirforetakets etterlevelse av lover og regler» etter verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd, som presumert å være i samsvar med nevnte EØS-regler, ikke er et absolutt krav om at styret skal ha identiske compliance-rapporter som foretakets ledelse får fra compliancefunksjonen. At rapporteringen til styret *kan* gjøres på et mer overordnet nivå enn rapportering til øverste ledelse dersom førstenevnte rapporter har en høy detaljgrad, samsvarer også med styrets rolle som overordnet kontrollorgan.

Hva som er hensiktsmessig rapportering til styret, blir etter dette en konkret vurdering ut fra virksomhetens art, omfang og kompleksitet og detaljgraden i den konkrete compliance-rapport til ledelsen. Styrets behov for informasjon for å kunne fungere etter sin hensikt, og kravene i verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd om compliance-rapportering til styret, tilsier imidlertid, slik departementet ser det, at foretaket må påse at hovedelementene i compliancefunksjonens rapportering til ledelsen fremgår i rapporten til styret, og at rapportene ikke redigeres på en slik måte at beskrivelsen av forholdene ikke lenger fremstår som dekkende og «uavhengige», eller sammenblandes med annen type rapportering på en slik måte at det ikke lenger fremstår som en videreformidling av de relevante elementer i rapporten fra compliancefunksjonen til ledelsen.

Departementet mener vesentlige overtredelser av verdipapirhandelloven eller tilhørende forskrifter alltid vil være forhold som skal beskrives i compliance-rapporten, både til ledelsen og styret, for at disse skal kunne overholde sitt ansvar etter verdipapirforskriften § 9-12 første ledd. Departementet er videre av den oppfatning at uenighet mellom ledelsen og compliancefunksjonen må inntas i rapporten til styret, med mindre det dreier seg om helt uvesentlige forhold. Dette har både en side til styrets kontroll av daglig leder, compliancefunksjonens uavhengige stilling og at det er styret som har det overordnede ansvaret for at foretaket etterlever regelverket, og styret må på selvstendig grunnlag kunne ta stilling til forhold påpekt av compliancefunksjonen.

### Konkret vurdering

Departementet mener på denne bakgrunn at Sentralrapport1, eventuelt en gjengivelse av hovedfunnene, skulle vært rapportert til styret. Sentralrapport1 påpeker vesentlige overtredelser av verdipapirhandelloven, og uavhengig av om daglig leder var enig i compliancefunksjonens vurdering, skulle disse forholdene, slik departementet ser det, vært rapportert skriftlig til styret. Departementet mener videre at uenigheten mellom ledelsen og compliancefunksjonen skulle vært beskrevet i rapporten til styret.

Departementet finner at styret som organ ikke har mottatt og behandlet Sentralrapport1, og mener at daglig leders rapporter til styret på ingen måte reflekterer funnene i Sentralrapport1 på en hensiktsmessig måte. Departementet mener den manglende skriftlige videreformidlingen til styret av funnene i Sentralrapport1 er en alvorlig overtredelse av rapporteringsforpliktelsen etter verdipapirforskriften § 9-12 annet ledd.

Departementet har også gjennomgått compliancerapportene til styret for mars til november 2010. Compliancerapportene er avgitt av daglig leder og synes overfladiske og standardpreget og bærer ikke preg av en videreformidling av rapporter utarbeidet av compliancefunksjonen. Rapportene oppfyller slik departementet ser det ikke kravene til rapportering etter verdipapirforskriften § 9-12, og overtredelsene fremstår som systematiske.

## **9.3 Vurdering av om tilbakekall skal skje**

### **9.3.1 Utgangspunkt**

Hensynet bak Finanstilsynet hjemmel til å tilbakekalle eller endre verdipapirforetaks tillatelser, jf. vphl. § 9-4, 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 om informasjon og rådgivning, og videre at markedet skal være velfungerende, blant annet ved å opprettholde tillitten til verdipapirforetakene som sådan.

For å avgjøre om tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 skal skje, 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 tro at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre at hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i vurderingen.

Med subjektive forhold mener departementet en vurdering av om det er utvist skyld, og graden av skyld hos den eller de personer eller det organ som direkte har foretatt overtredelsene, og i hvilken utstrekning overtredelsene kan henføres til forhold hos ledelsen, styret, aksjonærer, eller andre med faktisk innflytelse i foretaket eller et samvirke av disse. Skyldforhold vil derved kunne være et relevant moment ved vurderingen av om tilbakekall skal skje, men slik at det ikke er et vilkår for tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4. Med overtredelsenens karakter mener departement overtredelsenens art, omfang og grovhet.

Subjektive forhold og overtredelsenens karakter vil anses som relevante momenter i den utstrekning de forutsettes å påvirke sannsynligheten for at foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller påvirke markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan.

Med forbedringstiltak mener departementet tiltak igangsatt av foretaket for å avhjelpe de forhold som har medført eller medvirket til overtredelsene. Betydningen departementet tillegger forbedringstiltakene avhenger av i hvilken grad tiltakene forutsettes å 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 markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan, eller om tilbakekall motsetningsvis er nødvendig for å opprettholde slik tillit. Elementer i denne vurderingen er art og omfang av tiltak sett opp mot subjektive forhold og overtredelsenens karakter, tidspunktet for igangsettelse og gjennomføring av tiltakene, og i hvilken utstrekning tiltakene forutsettes å påvirke de faktiske forhold som har medført eller medvirket til overtredelsene.

I vurderingen av om en mindre inngripende reaksjonsform 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 markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan.

Klager har vist til forvaltningspraksis i Sverige, Storbritannia og Danmark og anfører at tilbakekall av tillatelser i nevnte land fremstår som sjeldenheter, primært fordi mothensynene i tilbakekallsvurderingen ifølge klager vektlegges på en måte som harmonerer bedre med alminnelige rettsprinsipper vedrørende forholdsmessighet. Departementet bemerker at relevansen og vekten av de øvrige EØS-lands forvaltningspraksis vil avhenge av om praksisen er en fortolkningsfaktor for de relevante EØS-reglene, og dernest av den konkrete betydningen dette etter alminnelige rettskildeprinsipper vil ha ved fastleggingen av norsk rett, herunder om forholdet er en del av forvaltningens frie skjønn, og sett i forhold til de virkemidler og reaksjoner som det enkelte forvaltningsorgan i den enkelte stat til enhver tid har til rådighet. Disse hensyn blir i sin tur å veie mot de øvrige hensyn som det norske tilsynsorgan finner å

vektlegge i sin samlede, skjønnsmessige vurdering. Departementet redegjør i avsnitt 9.3.2 for de relevante momentene, og for departementets vektlegging av disse i den konkrete vurderingen av valg av reaksjonsform. Departementet finner etter dette ikke grunn til å gå nærmere inn på en vurdering av om utfallet av de skjønnsmessige vurderingene i denne saken kan synes å falle sammen med eller avvike fra saker i Danmark, Sverige eller Storbritannia.

### **9.3.2 Konkret vurdering**

#### *1) Overtredelsenes karakter og anførsel om forskjellsbehandling*

Klager anfører blant annet at «den kritikk Finanstilsynet har rettet mot Foretaket er av en helt annen karakter enn det som tidligere har begrunnet tilbakekall av tillatelser. Det foreligger dessuten ikke en risiko for kundene for store tap. Den økonomiske "nedsiden" er begrenset, definert og akseptert» og «er helt transparent for kundene i form av et avgiftsbeløp som betales jevnlig».

Departementet har, som omtalt i punkt 9.2.2 ovenfor, kommet til at foretaket i et betydelig omfang har opptrådt i strid med god forretningsskikk ved å gi råd om flytting til porteføljekonto i strid med kundens interesser, blant annet fordi kostnadene for kunden øker som følge av flyttingen.

Departementet er enig med klager i at risiko er et vesentlig element både i egnethetsvurderingen og i den informasjon som gis til kunden. Etter departementets oppfatning er det imidlertid også et sentralt formål ved regelverket at den risikoen kunden faktisk tar, i rimelig utstrekning avspeiles i oppsiden/avkastningspotensialet der kundens kostnader er en direkte faktor. Foretaket plikter herunder å vektlegge kundens kostnader ved vurderingen av om det finansielle instrumentet eller investeringstjenesten er egnet, og i sin informasjon til kunden. Departementet er på denne bakgrunn ikke enig med klager i at overtredelser av regelverk som vedrører kundens kostnader, er av en art som tilsier at tilbakekall ikke skal skje, eller at kritikken mot foretaket ellers er av «en helt annen karakter enn det som tidligere har begrunnet tilbakekall av tillatelser». Departementet ser motsetningsvis svært alvorlig på systematiske og alvorlige overtredelser av nevnte regelverk, og viser herunder til departementets tidligere avgjørelser om tilbakekall i saker som Caveo ASA, Totalvekst ASA og Agilis AS. Foretakets overtredelser, slik departementet ser det, skiller seg heller ikke fra sammenliknbare saker i alvorlighetsgrad og omfang.

Foretaket har også anført at porteføljekontokonseptet var en nyvinning, og at dette måtte ha en viss betydning for vurdering av eventuell subjektiv skyld og forholdets grovhet, herunder at det er lettere å gjøre enkelte feil i forbindelse med lansering av noe nytt, enn når man forholder seg til de samme prøvde konseptene som tidligere. Departementet vil bemerke at det i vurderingen av om tilbakekall skal skje ikke er lagt avgjørende vekt på om foretaket har subsumert forholdet under de samme reglene som

departementet, eller gjennomført de økonomiske vurderinger på samme måte som departementet ville ha gjort. Departementet har imidlertid lagt avgjørende vekt på at foretaket, gjennom overtredelsene, alvorlig og systematisk har sviktet i helt grunnleggende ivaretagelse av kundens interesser ved ikke å håndtere på en forsvarlig måte de interessemotsetningene som oppstår ved flytting av finansielle instrumenter til porteføljekonto, når slik flytting mest sannsynlig er en økonomisk fordel for foretaket, og ikke kunden.

### ***ii) Styrets og ledelsens ansvar***

Departementet mener at de systematiske og alvorlige overtredelsene av verdipapirhandelloven i forbindelse med flytting av finansielle instrumenter til porteføljekonto, hadde bakgrunn i et samvirke av mangler ved instruks- og rutineverk, compliance, organisasjonskultur, avlønning og faglig og lovmessig fundament for rådgivningsvirksomheten, og at dette er forhold som tilligger ledelsen i foretaket. Ledelsen har etter departementets syn utvist manglende forståelse av regelverket, eventuelt vilje til å ivareta kundenes interesser.

Departementet mener videre at styret i verdipapirforetaket ikke har overholdt sitt kontrollansvar for virksomheten etter verdipapirforskriften § 9-12 jf. aksjeloven §§ 6-12 og 6-13. Når det gjelder styrets ansvar for å iverksette tiltak for å avhjelpe mangler ved foretakets virksomhet, jf. verdipapirforskriften § 9-12 første ledd, vil styrets vurderinger i utgangspunktet bygge på rapporteringen til styret og den informasjon som fremkommer av denne. Dersom rapporteringen til styret er ufullstendig, herunder i forhold til foretakets risikobilde, vil styret imidlertid ha et selvstendig ansvar for å påpeke manglene ved rapporteringen og innhente nødvendige opplysninger. Departementet mener at daglig leders standardpregede og overfladiske compliancerapportering, sett i forhold til foretakets risikobilde, burde foranlediget ytterligere oppfølging fra styret. Departementet viser 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 bakgrunn til å identifisere ufullstendig compliancerapportering, og herunder være kjent med at internrevisjon og compliance er to atskilte kontrollfunksjoner.

Departementet vil presisere at mangler hos ledelsen og styret ikke utelukker at det *også* har vært kritikkverdig opptreden i øvrige deler av foretaket.

### ***iii) Endringstiltak***

Foretaket opplyser å ha igangsatt en rekke forbedringstiltak. Departementet legger til grunn at foretaket etter stedlig tilsyn har gjennomført, eller vil gjennomføre, bl.a. følgende tiltak: ny administrerende direktør, ny styresammensetningen, ny organisering av businesskontroll og compliance med klart skille mellom internkontroll

og uavhengig compliance, styrking av complianceavdeling med nytt årsverk, etablering av uavhengig rapporteringsregime fra compliance direkte til styret i foretaket i forbindelse med hvert styremøte i henhold til utarbeidet standardformat, fastsettelse av nye rutiner, periodisk vurdering av egnethet basert på antall historiske transaksjoner og gjenværende løpetid på eksisterende investeringer og volum, sikre at delvis overflytting til porteføljekonto alltid vurderes, skifte av internrevisor, ny rutine for egnethetstest, incitamentet gjøres ikke bare produktnøytrale, men også konseptnøytrale, kontakt av porteføljekontokunder for ny egnethetsvurdering, presisering av avtale om porteføljekonto, utarbeidelse av complianceinstruks og hendelsesregister, justering av enkelte stillingsinstruks, justering av compliance' årsplan mv.

Klager har videre vist til at foretaket i etterkant av Finanstilsynets foreløpig rapport har gjennomført en undersøkelse blant kundene om deres forhold til porteføljekonto, både hvordan konseptet er oppfattet og brukt, og skriver at «[k]undene fikk anledning til å overføre instrumentene tilbake til handelskonto. Undersøkelser gjort frem til 6. mars 2012 viser at det overveldende flertall, 1079 av 1138 kunder, har helt eller delvis ønsket å fortsette med konseptet slik det var, uavhengig av om deres plasseringer var "likvide" eller "illikvide" instrumenter» og klager bemerker at «dette er et tiltak som i særlig grad påvirker eventuelle overtredelser. Tiltaket er ikke bare fremtidsrettet slik som de fleste tiltak naturlig nok er, men reparerer samtidig de feil som eventuelt var gjort i forbindelse med opprinnelig overføring til porteføljekonto».

Departementet bemerker at de endringene foretaket har gjort, eller vil gjøre, bøter på enkelte av de mangler departementet har påpekt, og vil derved forutsetningsvis redusere risikoen for nye overtredelser. Departementet finner imidlertid at det vesentlige av tiltakene ble igangsatt som en direkte konsekvens av det stedlige tilsynet og/eller etterfølgende kritikk fra Finanstilsynet, og ikke ville blitt gjennomført, eller eventuelt gjennomført på et senere tidspunkt, uten slikt tilsyn. Dette underbygges slik departementet ser det også av foretakets reaksjon på de alvorlige merknadene i Sentralrapport1, som hovedsakelig bunnet ut i innføring av en egnethetstest med virkning 1. januar 2011, som departementet finner at verken oppfylte lovens krav eller ble hensiktsmessig innarbeidet i arbeidsinstruksene, jf. ovenfor i punkt 9.2.2. v) og 9.2.4 iii).

Departementet mener det også er meget kritikkverdig at bonusordningen for ledende ansatte i forbindelse med flytting av finansielle instrumenter til porteføljekonto fortsatte ut 2010, til tross for de innsigelser til prosessen som fremkom i Sentralrapport1. Videre oppfatter departementet brevet som ble sendt ut til kundene i etterkant av Sentralrapport1 mer som en fortsatt markedsføring av porteføljekontokonseptet, enn et forsøk på å imøtekomme de mangler som ble påpekt i Sentralrapport1. Slik departementet ser det svekker ovennevnte forhold vekten av de anførte endringstiltakene i vurderingen av om tilbakekall skal skje, fordi de reduserer sannsynligheten for at foretaket i fremtiden vil ha evne og vilje til selv å foreta de nødvendige endringer. Videre vil tilliten til verdipapirforetakene som sådan svekkes

dersom foretakene kan drive i strid med regelverket, for så å rette opp i mangler etter hvert som det gjennomføres stedlig tilsyn.

Departementet finner det for øvrig ikke sannsynlig at foretaket i sin etterfølgende undersøkelse/kontakt med kundene, som vist til over, har oppfylt kravene til informasjon og vurdering av egnethet mv., eller på annen måte «reparerer [...] de feil som eventuelt var gjort i forbindelse med opprinnelig overføring til porteføljekonto», slik anført av foretaket. Foretakets argumentasjon for overføring til porteføljekonto og det departementet har sett av etterfølgende skriftlig materiale til kunden, kan etter departementets oppfatning motsetningsvis tyde på at foretaket både før stedlig tilsyn, men også i etterkant, mangler vilje eller evne til å ta inn over seg og gjennomføre de materielle kravene regelverket oppstiller for å ivareta kundens interesser.

#### *iv) Tidligere overtredelser i søsterselskap*

Finanstilsynet anfører i vedtaket at det er relevant å vektlegge at Finanstilsynet (daværende Kredittilsynet) i offentlige merknader 11. mai 2009 rettet skarp kritikk mot Acta Kapitalforvaltning ASA. Finanstilsynet viser blant annet til at mangelfull dokumentasjon og fravær av kostnadselementet i vurderingen av hva som er i kundens interesser går igjen i begge saker, og videre at foretak i samme konsern som et selskap som har vært gjenstand for stedlig tilsyn, har en «naturlig foranledning til å få kjennskap til og kunnskap om de offentlige merknader som angår selskaper i konsernet, samt følge opp den lovforståelse og forvaltningspraksis som der fremkommer» og at «Foretaket og AKF fremstår, slik Finanstilsynet vurderer det, som søsterselskaper med nære bånd hva angår virksomhet og personell».

Klager anfører blant annet at vektleggingen av historikken fra Acta Kapitalforvaltning ASA synes å «springe ut av en uhjemlet identifikasjon av verdipapirforetakene i Acta-konsernet, og dermed som et utenforliggende hensyn skjønnsutøvelsen». Klager viser videre til at porteføljekontokonseptet ble utviklet nettopp for å unngå de interessekonflikter Finanstilsynet viser til, og at de «feil» Finanstilsynet mener at foretaket har gjort med hensyn til praktiseringen av porteføljekontokonseptet, ikke har noen likhetstrekk med de feil Acta Kapitalforvaltning ASA ble kritisert for, som gjaldt blant annet «hyppige reallokeringer av porteføljen». Videre viser klager til at compliancefunksjonen i foretaket ikke har noen historisk relasjon til Acta Kapitalforvaltning ASA.

Departementet mener det i den skjønnsmessige vurderingen av om tilbakekall skal skje, kan være relevant å vektlegge tidligere tilsynsrapporter i et konsernselskap i den utstrekning overtredelsene i konsernselskapet innvirker på vurderingen av risikoen for at det aktuelle foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og/eller dersom hensynet til markedsaktørenes tillit til verdipapirforetakene som sådan tilsier at overtredelser i konsernselskapet bør vektlegges.

Acta Kapitalforvaltning ASA og Acta Asset Management AS (klager) er heleide selskap av Acta Holding AS (nå Agasti Holdig AS). I Finanstilsynets offentlige merknader 11. mai 2009 mot Acta Kapitalforvaltning ASA ble det rettet skarp kritikk mot Acta Kapitalforvaltning ASA, men slik at tillatelsen ikke ble tilbakekalt. Acta Kapitalforvaltning ASA nedskalerte imidlertid sin virksomhet fra annet til tredje kvartal i 2009, herunder ble antall ansatte betydelig redusert, samtidig som klager oppskalerte sin virksomhet. Departementet forstår det slik at hovedvekten av de nyansatte i klager var personer som nylig hadde sluttet i Acta Kapitalforvaltning ASA. Departementet legger videre til grunn at mange av klagers kunder tidligere og/eller parallelt, hadde vært kunder hos Acta Kapitalforvaltning ASA, herunder fordi de aller fleste av de illikvide instrumentene som ble flyttet fra handelskonto til porteføljekonto, var solgt av Acta Kapitalforvaltning ASA. Selve virksomhetsoverdragelsen fra Acta Kapitalforvaltning ASA til klager fant sted med virkning 30. september 2011 ifølge opplysninger fra Foretaksregisteret. Det står imidlertid presisert i revisors redegjørelse etter aksjeloven § 3-8, at «[i] den utstrekning AAM overtar eller har overtatt deler av Virksomheten på et tidligere tidspunkt, endrer ikke dette Partenes forpliktelser etter Avtalen». Departementet finner på denne bakgrunn at klager, både på tidspunktet for stedlig tilsyn i mars 2011, og på tidspunktet flytting av kunder fra handelskonto til porteføljekonto, i betydelig utstrekning hadde både tidligere kunder og ansatte fra Acta Kapitalforvaltning ASA.

Departementet konstaterer også at det er flere av de samme personene som går igjen i ulike styrefunksjoner/administrative funksjoner i klager og flere av de øvrige konsernselskapene.

Når det gjelder Finanstilsynets og foretakets ovennevnte kommentarer om compliancefunksjonen, mener departementet at det i et konsern med flere verdipapirforetak vil være en naturlig del av en «effektiv» compliancefunksjon etter verdipapirforskriften § 9-8 for det enkelte selskap å ta i betraktning gruppen som helhet, ved eksempelvis å arbeide tett med revisor, juridisk-, regulatorisk- og compliancepersonell i øvrige deler av gruppen, og herunder ta i betraktning offentlige merknader fra Finanstilsynet om andre konsernselskap. Departementet mener taushetsbestemmelser eller konkurransemessige forhold normalt ikke vil være til hinder for en slik meningsfull complianceutveksling.

Departementet bemerker at Acta Kapitalforvaltning ASA i Finanstilsynets merknader 11. mai 2009 ble kritisert for ulike overtredelser av de deler av regelverket som direkte skal ivareta kundenes interesser. Én av overtredelsene var at Finanstilsynet mente Acta Kapitalforvaltning ASA anbefalte hyppige reallokeringer mellom produkter som i sin form er langsiktige i strid med god forretningsikk, fordi dette etter Finanstilsynets vurdering «øker kostnadene for kundene betydelig og med det resultat at forventet avkastning blir betydelig redusert». Til sammenlikning har departementet i foreliggende klagesak konkludert med at foretaket har opptrådt i strid med god



forretningsskikk ved å gi råd om flytting til porteføljekonto i strid med kundenes interesser, blant annet fordi kostnadene for kundene øker som følge av flyttingen.

Dersom ovennevnte gjentakende overtredelser i de to søsterselskapene, der kundenes interesser ikke blir ivaretatt i tilstrekkelig grad, er resultat av at det eksempelvis er en bedriftskultur med manglende evne eller vilje til regelletterlevelse og ivaretagelse av kundenes interesser, og at denne bedriftskulturen enten ble overført til foretaket fra Acta Kapitalforvaltning ASA via ledelsens og/eller de ansattes innlærte holdninger eller motivasjon, eller er mer gjennomgripende på konsernnivå, herunder ved valg av styre, styrets påfølgende valg av ledere, og andre formelle eller uformelle signaler fra morselskapet til de øvrige konsernselskapene, vil overtredelsene til søsterselskapet Acta Kapitalforvaltning ASA kunne påvirke risikoen for at foretaket også i fremtiden overtrer regelverket, og derved være et relevant moment i vurderingen av om tilbakekall skal skje.

Departementet bemerker videre at som følge av at Acta Kapitalforvaltning ASA og foretaket er kontrollert av samme selskap, og mange av kundene har til dels vært kunder i begge selskapene samtidig, eventuelt blitt overført fra det ene selskapet til det andre, og har forutsetningsvis til dels også møtt de samme personene i begge selskapene, vil en helt adskilt vurdering av slike selskaper, slik departementet ser det, også kunne svekke tillitten til verdipapirforetakene som sådan.

Departementet mener på denne bakgrunn det er relevant å vektlegge overtredelsene i Acta Kapitalforvaltning ASA i vurderingen av om tilbakekall av foretakets tillatelser skal skje.

#### **v) *Vurdering av reaksjon***

Klager krever prinsipielt at vedtaket oppheves i sin helhet. Subsidiært krever klager at vedtaket omgjøres til ikke å omfatte tjenestene mottak og formidling av ordre, samt utførelse av ordre og tilleggstjenestene (jf. vphl. § 2-1 første ledd nr. 1 og 2 jf. annet ledd). Klager viser herunder til at Finanstilsynet verken tidligere eller i dette tilsynet har kritisert foretakets utførelse av disse tjenestene, og at kritikken som rettes mot foretaket ikke er av en slik karakter at den også medfører risiko for overtredelser av reglene for nevnte tjenester.

Sett hen til overtredelsenes karakter, herunder at det er påvist mangler ved sentrale, strukturelle sider av virksomheten og vesentlige regler om ivaretagelse av kundenes interesser, subjektive forhold og omstendighetene rundt foretakets forbedringstiltak, som drøftet i foregående avsnitt, finner departementet at risikoen for at foretaket i fremtiden vil overtre regelverket, samt hensynet til tilliten til markedet og verdipapirforetakene som sådan, tilsier at tilbakekall etter vphl. § 9-4 første ledd nr. 4 av alle foretakets tillatelser til å yte investeringstjenester er en egnet og nødvendig

reaksjon, og herunder at det ikke er tilstrekkelig med pålegg om retting etter vphl. § 15-7 eller delvis tilbakekall som anført av klager.

Departementet legger til grunn at et vedtak om tilbakekall av konsesjonen vil kunne medføre et ikke ubetydelig økonomisk tap for foretaket. Videre vil et tilbakekall kunne ha midlertidig eller varig negativ betydning for foretakets kunder, øvrige forretningsforbindelser og ansatte. Departementet finner imidlertid ikke at de negative konsekvensene av et tilbakekall kan tillegges avgjørende vekt vurdert opp mot risikoen for at foretaket vil overtre regelverket i fremtiden, med påfølgende risiko og negative konsekvenser for kunder og hensynet til markedet og tilliten til verdipapirforetakene som sådan, og finner herunder heller ikke at de negative konsekvensene i foreliggende tilfelle begrunner valg av en mindre vidtgående reaksjonsform eller delvis tilbakekall.

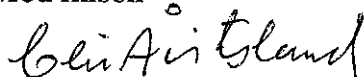
Departementet finner derfor etter en konkret vurdering at et fullt tilbakekall er en egnet, nødvendig og ikke uforholdsmessig reaksjon.

## 10 VEDTAK

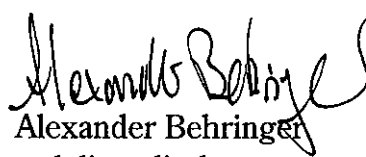
Klagen tas etter dette ikke til følge, og Finanstilsynets vedtak av 12. april 2012 stadfestes.

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

Med hilsen



Geir Åvitsland e.f.  
ekspedisjonssjef



Alexander Behringer  
avdelingsdirektør

Gjenpart: Finanstilsynet (11/2138)