



Garantum Norge AS
3. Etasje
Grundingen 6
0250 OSLO

VÅR REFERANSE
19/1787

DERES REFERANSE

DATO
22.12.2020

Tilsynsrapport

1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn hos Garantum Norge AS (Agenten), den 21. mars 2019. Agenten ble etablert i 2014 som tilknyttet agent til Garantum Fondkommission AB (Garantum). Agenten er eiet med 50,1% av Garantum Invest AB, resten eies av ansatte.

Agenten og Garantum mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 24. januar 2020 samt oppfølgende e-poster av 27. mars 2020, 8. april 2020 og 22. april 2020 (i fellesskap omtalt som Rapporten). Agenten og Garantum ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 6. mars 2020 samt oppfølgende e-poster av 2. april 2020, 21. april 2020 og 29. april 2020 (i fellesskap omtalt som Tilsvaret).

Garantum er et svensk verdipapirforetak under tilsyn av Finansinspektionen, som har konsesjon til å tilby investeringstjenestene 1 og 5 som nevnt i verdipapirhandelloven § 2-1 (1). Garantum oppgir å være en ledende aktør i markedet for plassering av strukturerte produkter i Norden. Agenten tilbyr strukturerte produkter som aksjekuponger, aksjeobligasjoner og kredittobligasjoner, samt warrants og sprintere. Aksjekuponger har vært Agentens hovedprodukt i den perioden Finanstilsynet har undersøkt, januar 2017 til november 2018. Agenten hadde på tidspunktet for det stedlige tilsynet 15 ansatte ved Agentens kontor i Oslo.

Foretak med hovedsete i annen EØS-stat kan yte investeringstjenester i Norge gjennom tilknyttet agent, jf. verdipapirhandelloven § 9-34 (1) nr. 2 og § 10-22. Verdipapirhandelloven har begrenset anvendelse overfor norske agenter av foretak med hovedsete i annen EØS-stat. Agentens virksomhet er underlagt svenske regler for organisering, styring og kontroll, og etterlevelse av disse reglene er underlagt tilsyn av den svenske Finansinspektionen. Flere av verdipapirhandellovens bestemmelser kommer likevel til anvendelse, blant annet reglene som omhandler investorbeskyttelse, jf. ny vphl. § 9-35 (1). Finanstilsynet kan kreve å få opplysninger fra verdipapirforetaket, samt foreta den stedlige kontroll som ansees nødvendig for å kontrollere at disse bestemmelsene overholdes, jf. ny vphl. §§ 20-1 og 20-2.

Lov- og forskriftshenvisninger i nærværende rapport er hovedsakelig til verdipapirhandelloven av 29. juni 2007 nr. 75 (vphl.) med tilhørende forskrift, som var gjeldende for den perioden Finanstilsynet har undersøkt. Det er i rapporten ikke hensyntatt endret lov som følge av

gjennomføringen av MiFID II og MiFIR, som trådte i kraft 1. januar 2019. For virksomhet etter 1. januar 2018 er det henvist til Forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene. Forskriften ble i sin helhet opphevet med virkning fra 1. januar 2020, men deler av forskriften var gjeldende for deler av perioden som tilsynet omhandler.

2. God forretningsskikk – Opplysninger til kunder

2.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med verdipapirhandellovens krav til god forretningsskikk, og skal som et overordnet prinsipp påse at kundenes interesser og markedets integritet ivaretas på beste måte, jf. vphl. § 10-11 (1).

Det følger av vphl. § 10-11 (2) at kunder og potensielle kunder skal gis relevante opplysninger i en forståelig form om blant annet finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, herunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumenter eller de foreslåtte strategier, og om omkostninger og gebyrer, slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Videre følger det av vphl. § 10-11 (3) at all informasjon gitt til kunder eller potensielle kunder skal være korrekt, klar og ikke villedende.

Det skal ikke gis informasjon som fremhever potensielle fordeler med et finansielt instrument uten at det også gis balansert informasjon om relevant risiko, jf. verdipapirforskriften (vpf.) § 10-9 (1) bokstav (b). Dersom det gis opplysninger som gir antydning på en historisk avkastning av et finansielt instrument, skal det gis en klar advarsel om at historisk avkastning ikke er en pålitelig indikator for fremtidig avkastning, jf. vpf. § 10-9 (3) bokstav (d).

Det følger av vpf. § 10-15 (1) bokstav a) at verdipapirforetak skal gi eksisterende og potensielle kunder opplysninger om de samlede kostnader kunden skal betale, og at godtgjørelsen til verdipapirforetaket skal angis særskilt. Opplysningene skal gis i god tid før investeringstjenesten ytes, jf. vpf. § 10-11 (1).

Det følger videre av Forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene del 6, artikkel 50, punkt nr. 2-10 at verdipapirforetak skal gi opplysninger til kunder om alle kostnader og gebyrer i henhold til artikkel 24. nr. 4. i direktiv 2014/65/EU (MiFID II). Når det gjelder forhånds- og etterhåndsinformasjon om kostnader og gebyrer til kunder, skal verdipapirforetak sammenstille følgende, jf. punkt nr. 2:

- a) alle kostnader og tilknyttede gebyrer som pålegges av verdipapirforetak eller andre parter dersom kunden har blitt henvist til en slik tredjemann, for investeringstjenesten(e) og/eller tilleggstjenestene som er ytt til kunden, og
- b) alle kostnader og tilknyttede gebyrer i forbindelse med produksjon og forvaltning av finansielle instrumenter

Det følger av punkt nr. 8 i samme forskrift/artikkel at når verdipapirforetak forhåndsberegner kostnader og gebyrer, skal de bruke faktisk påløpte kostnader som en tilnæringsverdi for de forventede kostnadene og gebyrene. Dersom faktiske kostnader ikke er tilgjengelige, skal

verdipapirforetaket fremlegge rimelige anslag over disse kostnadene. Verdipapirforetak skal gjennomgå forhåndsanslagene på grunnlag av erfaringer i ettertid, og skal ved behov tilpasse disse forutsetningene.

Det følger videre av punkt nr. 9 i samme forskrift/artikkel at verdipapirforetak hvert år skal gi opplysninger i ettertid om alle kostnader og gebyrer knyttet til både finansielle instrumenter og investerings- og tilleggstjenester dersom de har anbefalt eller markedsført det eller de finansielle instrumentene, eller dersom de har gitt kunden nøkkelinformasjonsdokumentet i forbindelse med det eller de finansielle instrumentene og de har eller har hatt et pågående forhold til kundene i løpet av året. Disse opplysningene skal baseres på påløpte kostnader og framlegges på individuelt grunnlag.

2.2 Kort om aksjekuponger og kredittobligasjoner

Aksjekuponger

Såkalte aksjekuponger (også omtalt som autocalls og kupongsertifikater) er strukturerte produkter med risikoprofil som ligner en solgt salgsoption (short put option). Det vil si at innehaver av aksjekupongen har et definert maksimalt gevinstpotensiale om kursen på underliggende instrumenter stiger, går sidelengs eller faller noe, og et tapspotensial opp mot 100% dersom kursen på underliggende instrumenter har falt under en definert terskel på forfallsdato. Dette innebærer at investor kan oppnå en relativt høy avkastning i et flatt eller svakt nedadgående marked, samtidig som det foreligger betydelig nedsiderisiko.

Goldman Sachs International (Utsteder), en internasjonal investeringsbank, er utsteder for 56 av 59 aksjekuponger som Agenten har distribuert i den perioden Finanstilsynet har undersøkt. Underliggende instrumenter i aksjekupongen er en kurv av aksjer eller indekser. Innehaver sitter med risikoen for at ett av de underliggende instrumenter ligger under en definert terskelverdi på forfallsdato (typisk 60% av startkurs). For å påta seg denne risikoen, mottar innehaver rett til en definert periodisk utbetaling (kupong) fra Utsteder. Plasseringen avsluttes ved en automatisk innløsning etter typisk 1-5 år. Innløsning skjer om samtlige underliggende instrumenter på en observasjonsdato (typisk kvartalsvis etter år 1) stenger på eller over en forhåndsdefinert innløsningsbarriere. Da tilbakebetaler Utsteder nominelt beløp pluss kupong samt eventuelle akkumulerte kuponger. Innløsningsbarrieren er typisk 90% av startkurs. Om samtlige underliggende instrumenter på en observasjonsdato stenger på eller over kupongbarrieren utbetales en kupong, samt eventuelle akkumulerte kuponger. Om instrumentet med svakest kursutvikling faller under kupongbarrieren, utbetales ikke kupongen. Kupongbarrieren er typisk 80% av startkurs.

Dersom plasseringen ikke løses inn i løpetiden og underliggende instrument med svakest utvikling på siste observasjonsdato (utløpsdagen) står under risikobarrieren, utbetaler Utsteder nominelt beløp minus nedgangen i underliggende instrument med svakest kursutvikling. Det vil si at innehaver sitter med tapspotensiale for sin investering tilsvarende svakeste kursutvikling av instrumentene som inngår i kurven. Risikobarrieren er som nevnt typisk 60% av startkurs.

Kredittobligasjoner

I tillegg til aksjekuponger, har Finanstilsynet sett nærmere på Agentens distribusjon av såkalte kredittobligasjoner. Dette er strukturerte produkter med en risikoprofil som ligner et utlån med en solgt kredittforsikring. Det vil si at innehaver av kredittobligasjonen har et forhåndsdefinert maksimalt gevinstpotensial om antall kreditthendelser i de underliggende selskapenes obligasjoner

ligger under en terskelverdi i produktets løpetid, og et tapspotensial opp mot 100% ved et økende antall kreditthendelser utover terskelverdien. Lånet kunden har gitt utsteder betales tilbake på forfallsdagen med en reduksjon per kreditthendelse i underliggende kredittindeks, utover den avtalte terskelverdien.

BNP Paribas (Utsteder 2), en internasjonal investeringsbank, er utsteder for de to kredittobligasjonene som Agenten har distribuert i den perioden Finanstilsynet har undersøkt. Produktene har risikoeksponering mot gjelden til 99 selskaper som har utstedt såkalte "high yield" obligasjoner (lav kredittrating) i USA. For å påta seg risikoen for at antall kreditthendelser i de aktuelle selskapsobligasjoner ikke går over terskelverdien i produktets løpetid, mottar investor en forhåndsdefinert periodisk utbetaling (kupong) i prosent av nominelt beløp, fra Utsteder 2. Det er beskyttelse mot de 15 første kreditthendelsene (terskelverdi), hvilket innebærer at disse ikke påvirker kupongutbetalinger eller tilbakebetalt beløp på forfallsdato. Utestående nominelt beløp (og dermed også beregningsgrunnlaget for utbetalt kupong) reduseres med 10 prosentpoeng per kreditthendelse for kreditthendelser 16-25. Ved 25 kreditthendelser er hele det nominelle beløpet tapt og hverken kupong eller tilbakebetalt beløp vil mottas. Eksempler på kreditthendelser er at låntaker går konkurs, misligholder avdrag eller kupongbetaling, eller må restrukturere lånet.

2.3 Agentens opplysninger til kunder

2.3.1 Innledning

Agenten og Garantum har utarbeidet produktbrosjyre og investorpresentasjon for det enkelte produkt. Finanstilsynet har sett nærmere på 28 utvalgte aksjekuponger (alle som ble plassert av Agenten i 2018 samt én i desember 2017) og de 2 kredittobligasjonene Agenten har plassert (begge i 2018). For disse produktene er det også utarbeidet nøkkelinformasjonsdokument (Key Information Document, "KID") av henholdsvis Utsteder (aksjeobligasjonene) og Utsteder 2 (kredittobligasjonene), i henhold til Regulation on Key Information Documents for Packaged Retail Investment & Insurance Products (PRIIPs). PRIIPs-forordningen fastsetter blant annet krav om at produsenter av disse investeringsproduktene skal utarbeide nøkkelinformasjon i et standardisert dokument (KID) for hvert slikt produkt de produserer til ikke-profesjonelle investorer, og legge dette på sin nettside. Videre skal selger eller rådgiver av et slikt produkt stille et slikt nøkkelinformasjonsdokument til rådighet. Formålet er at ikke-profesjonelle investorer skal få viktig informasjon om produktet før avtale inngås. Forordningen trådte i kraft i EU 1. januar 2018, men er foreløpig ikke tatt inn i EØS-avtalen¹.

Finanstilsynet har gjennomgått Agentens/Garantums brosjyre og presentasjon, samt utsteders KID for de ovennevnte 30 produktene.

2.3.2 Opplysninger om risiko – Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten

Aksjekuponger

Utsteder har klassifisert aksjekupongene på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 er lavest og 7 er høyest risiko. Av de 28 aksjekupongene Finanstilsynet har sett nærmere på, har Utsteder klassifisert 4 aksjekuponger som risiko 5 og 24 aksjekuponger som risiko 6. Risikoklassifiseringen fremgår i Utsteders KID-dokument og i Agentens/Garantums produktbrosjyre.

¹ Nærmere om PRIIPs - <https://www.finanstilsynet.no/tema/priips/>

Utsteder viser i KID beregninger av gjennomsnittlig årlig avkastning i fire ulike scenarier – stress scenario, ugunstig scenario, moderat scenario og gunstig scenario – alle med 1, 3 og 5 års horisont. Agenten og Garantum viser også, i sitt eget utarbeidede informasjonsmateriale, beregninger av gjennomsnittlig årlig avkastning i ulike eksempler (i brosjyre) og scenarier (i presentasjon). Finanstilsynet påpekte i Rapporten at fremstillingen av risiko gjennomgående er svært ulik i produktbrosjyre/presentasjon og i KID. I brosjyren og presentasjonen har Agenten og Garantum utarbeidet helt andre eksempler/scenarier enn i KID for å illustrere mulige utfall. Finanstilsynet bemerket at Agentens/Garantums beregninger gjennomgående viser langt lavere tapsmuligheter enn Utsteders beregninger. Finanstilsynet trakk blant annet frem at svært mange av utfallene under hvert scenario i Utsteders KID-dokumenter viser betydelig tapspotensial, med gjennomsnittlig årlig tap fra -30% til -90%. Agenten og Garantum viser i presentasjonene 5 scenarier, hvorav kun ett av disse viser tap, begrenset til -10,85% (samme verdi for 25 av de 28 produktene). I brosjyrene viser Agenten og Garantum 3 eksempler, hvorav kun ett av disse viser tap, begrenset til -11,79% (samme verdi for 25 av de 28 produktene). Finanstilsynet stilte i Rapporten spørsmål om Agenten/Garantum har gjennomført reelle og representative risikoberegninger basert på de underliggende instrumentene i de enkelte aksjekupongene.

Finanstilsynet skrev videre at både strukturerte produkter som er omfattet av PRIIPS og UCITS-fond er risikokategorisert etter en skala fra 1 til 7, men at dette er to ulike risikoskalaer. Finanstilsynet bemerket at Agenten/Garantum opplyser om dette i skjemaet for egnethetsvurdering, men at aksjer/aksjefond samtidig er ført opp i samme risikokategori som aksjekuponger og kredittobligasjoner, noe som kan gi inntrykk av at disse produktene er vurdert å tilhøre samme risikoklasse. Finanstilsynet påpekte at Agenten/Garantum utover dette ikke har gitt ytterligere informasjon til kundene hverken i markedsføringsmateriale eller i telefonsamtaler, om forskjellene mellom risikoskalaene i PRIIPS og UCITS. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at forskjellene i tapspotensiale mellom aksjekuponger og UCITS-fond ikke kommer tydelig frem i Agentens/Garantums markedsføringsmateriale eller i øvrig kommunikasjon med kunder. En aksjekupong med risikoklassifisering 5 har høyere risiko enn et UCITS-fond med risikoklassifisering 5. For ikke-profesjonelle kunder vil det i Agentens/Garantums markedsføringsmateriale kunne fremstå som om de to produktene har lik risiko, noe som ikke er tilfelle.

Finanstilsynet kommenterte i Rapporten også at investorpresentasjonene inneholder to grafer som viser historisk gjennomsnittlig årlig avkastning for aksjekuponger plassert i Norge fra ultimo 2014 til ultimo 2018 (figur 1 i Rapporten), og i Sverige fra ultimo 2009 til ultimo 2018 (figur 2 i Rapporten). Finanstilsynet påpekte at informasjonen her fremstår som svært lite balansert, siden det for figur 1 ennå ikke var realisert mulig tap på noen av de plasserte aksjekupongene på informasjonstidspunktet (det kan skje tidligst på forfallsdato 5 år etter plassering av første aksjekupong, i 4. kvartal 2019), og det for figur 2 vises til en periode (etter finanskrisen) med høy avkastning i aksjemarkedet. Finanstilsynet skrev at det må komme klart frem at historisk avkastning ikke er en pålitelig indikator for fremtidig avkastning, og at når man benytter avkastningstall fra en periode hvor aksjemarkedet har gitt historisk høy avkastning vil det raskt overfor kundene skapes et villedende inntrykk av at aksjekuponger gir en god avkastning med svært begrenset risiko for tap.

Finanstilsynet påpekte videre at det fremgår av Finanstilsynets gjennomgang at KID normalt inngår i materialet kundene mottar før tegning, men at Agenten i telefonsamtalene mellom rådgiver og kunde fremhever og gjennomgår presentasjonen utarbeidet av Agenten/Garantum for å forklare

aksjekupongenes egenskaper og risiko. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Agentens opplysninger i presentasjon, brosjyre og telefonsamtaler underkommuniserer tapsrisikoen knyttet til en investering i disse instrumentene.

Kredittobligasjoner

Utsteder 2 har klassifisert kredittobligasjonene på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 er laveste og 7 er høyeste risiko. De to kredittobligasjonene Finanstilsynet har sett nærmere på er klassifisert som risiko 6. Risikoklassifiseringen fremgår både i Utsteder 2s KID-dokument og i Agentens/Garantums produktbrosjyre.

Utsteder 2 viser i KID fire ulike scenarier – stress scenario, ugunstig scenario, moderat scenario og gunstig scenario – alle med 1, 3 og 5 års horisont.

Finanstilsynet påpekte i Rapporten at Agenten/Garantum ikke har vist noen scenarier i brosjyren, og at det i presentasjonen er vist henholdsvis tre og to scenarier (scenario 1 "Ekstremt marked" er vist for det ene produktet som ble distribuert i november 2018, men ikke for det andre som ble distribuert i desember 2018). Finanstilsynet bemerket at, som for aksjekuponger, så fremstår Agentens/Garantums fremstilling av tapsrisiko for kredittobligasjoner som vesentlig lavere enn utsteders fremstilling. Finanstilsynet trakk blant annet frem at Utsteder 2s KID-dokumenter for de to produktene viser beregnet gjennomsnittlig årlig tap for "ugunstig scenario" etter 5 år på ca. -23% (tilsvarende et samlet tap for perioden på rundt -73%). I Agentens/Garantums presentasjon vises for tilsvarende scenario et beregnet samlet tap etter 5 år på -6%.

Finanstilsynet bemerket at Agenten, på samme måte som for aksjekuponger, benytter egen presentasjon og hjelpeark til å forklare kredittobligasjonenes egenskaper og risiko. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Agentens opplysninger i presentasjon, brosjyre og telefonsamtaler underkommuniserer tapsrisikoen knyttet til en investering i disse instrumentene.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var på denne bakgrunn Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at Agenten ikke har gitt kunder og potensielle kunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko, jf. vphl. § 10-11 (2), og at Agenten ikke har sørget for at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (3).

2.3.3 Opplysninger om risiko – Agentens/Garantums kommentarer i Tilsvaret

Aksjekuponger

Agenten/Garantum fremhever at det legges vekt på at kunden må forstå produktenes egenskaper, og at det gjennomføres omfattende opplæring med ulike eksempler. Agenten/Garantum understreker at scenariene i presentasjonene og eksemplene i brosjyrene utelukkende er ment som illustrasjoner av mulige utfall for å lette forståelsen av instrumentets viktigste egenskaper, og at formålet med disse dermed er et annet enn formålet med scenariene i Utsteders KID. Agenten/Garantum skriver også at det er benyttet andre fremstillinger i presentasjon og brosjyre enn i KID fordi presentasjoner og brosjyrer er utviklet for å presentere plasseringens egenskaper på en måte som er forståelig for investor, og fordi de historisk baserte avkastningsutfallene som skal gis i nøkkelinformasjonsdokumentet ofte gir en lite balansert veiledning ettersom historiske verdiendringer gir liten indikasjon på fremtidige endringer.

Agenten/Garantum skriver at en aksjekupong har et meget høyt antall mulige utfall, og at det ikke vil være hensiktsmessig å presentere alle mulige utfallskombinasjoner for å illustrere produktets egenskaper. De har derfor foretatt et utvalg av henholdsvis tre og fem alternative utfall på underliggende aktiva uten å antyde noen sannsynlighet for at de inntreffer. Ettersom ett av tre eksempler i tillegg illustrerer utfallet ved et massivt kursfall på underliggende aktiva, anfører Agenten/Garantum at illustrasjonen også tilfredsstillende kravet om en balansert fremstilling av produktet. Det hevdes at eksemplene som er benyttet ofte er marginalt under risikobarrieren på forfallsdagen slik at kunden forstår at det er kritisk om svakeste aktiva havner rett over eller rett under denne barrieren på forfallsdagen. Det fremheves at dersom Agenten/Garantum kun hadde vist scenariene i KID, ville det ha blitt vist flere negative scenarier, men disse ville ikke hjulpet investorer med å forstå produktene godt nok til å vurdere risikoen.

Agenten/Garantum opplyser at de i sitt markedsføringsmateriale nå gir en tydeligere omtale av KID og at dette inneholder ulike scenarier, at betegnelsene i presentasjonene er endret fra "scenario" til "eksempel", og at det forklares at eksemplene kun er ment for opplæring i produktenes egenskaper og ikke skal sees på som estimer for fremtidig avkastning. Det er videre inntatt eksempler i presentasjoner og brosjyrer som viser mer ekstremt negative utfall.

Til Finanstilsynets spørsmål om det er gjort reelle og representative beregninger av tapsrisiko, presiserer Agenten/Garantum at de ikke har beregnet scenarier med sannsynlighet for tap og gevinst, men har lent seg på Utsteders beregninger i KID-dokumentet. Agenten/Garantum bemerker at de ikke har noen formening om kursutvikling på underliggende aktiva, utover at de tror underliggende aktiva vil holde seg over kupongbarrieren (normalt 80% av startkurs) på en av de fremtidige observasjonsdatoene. Agenten/Garantum fremholder at det ved risikoklassifiseringen er Utsteder som foretar en beregning av tapsrisiko og at Agenten/Garantum ikke ser noen grunn til å overprøve Utsteders beregninger.

Agenten/Garantum påpeker i denne forbindelse som nevnt at de historisk baserte avkastningsscenariene som gis i KID ofte gir en lite balansert veiledning ettersom historiske verdiendringer gir liten indikasjon på fremtidige endringer. Det fremheves at PRIIPs-regelverket gir anvisning på spesifikke opplysningskrav uavhengig av om disse er opplysende for kunde eller ikke. Etter Agentens/Garantums vurdering har disse oppstillingene liten pedagogisk verdi ettersom det ikke tydeliggjøres hvordan verdiene fremkommer. Da KID-scenariene baserer seg på historiske resultater vil dette ofte medføre ekstra negative scenarioanalyser for aktiva som har hatt en periode med negativ kursutvikling, og ekstra positive scenarioanalyser for aktiva som har hatt en periode med positiv kursutvikling, uten at dette nødvendigvis er retningsgivende for hva investorer kan forvente å oppnå.

Agenten/Garantum er for øvrig ikke enig i at tapsrisikoen knyttet til en investering i instrumenter de har tilrettelagt og distribuert er underkommunisert i deres egne presentasjoner og brosjyrer, eller i Agentens telefonsamtaler. Det påpekes at det advares flere steder i deres eget utarbeidede informasjonsmateriale og i samtaler med kunder, om at man kan tape hele det investerte beløpet. Videre er utsteders risikoklassifisering, som fremgår i produktbrosjyren, basert på beregning av tapsrisiko basert på de underliggende instrumentene i den aktuelle aksjekupongen. Agenten/Garantum refererer også til side 2 i brosjyrene som belyser alle de ulike risikoene i plasseringen, for å understøtte at risiko ikke er underkommunisert.

Når det gjelder Finanstilsynets foreløpige vurdering av at Agenten/Garantum ikke synliggjør forskjellene i risiko mellom aksjekuponger og UCITS-fond godt nok, fremholder Agenten/Garantum at de *"har fulgt den klassifiseringen som vi som foretak er underlagt etter PRIIPs [...]* Det er ingen uttrykkelige regler som tilsier at man skal sammenligne dette med andre klassifiseringssystemer for spareprodukter. Vi har imidlertid en utførlig beskrivelse av dette på vår hjemmeside, med lenkereferanse i investormaterialet". Det påpekes videre at det ikke er noen generelle regler som tilsier at investorene trenger å forholde seg til dette, og at egnethetsskjemaet alltid fylles ut av rådgiver i samråd med kunden slik at det ikke kan oppstå misforståelser. Agenten/Garantum presiserer at alle produktbrosjyrene angir tydelig at man kan tape hele det investerte beløpet. Agenten/Garantum skriver også at bruken av to ulike klassifiseringssystemer innenfor henholdsvis UCITS (SRRI) og PRIIPs (SRI) er gjenstand for forvirring i flere land og at det er initiert en konvergering, slik at alle aksjefond i EU skal over på SRI innen utgangen av 2021. Agenten/Garantum mener det gir liten merverdi for kundene å informere om forholdet til UCITS-klassifiseringen, men opplyser at de nå har lagt inn tydelig informasjon også i investorpresentasjonen om forholdet mellom de to klassifiseringssystemene.

Angående Finanstilsynets foreløpige vurdering av at Agentens/Garantums fremstilling av historisk avkastning er lite balansert, skriver Agenten/Garantum at *"Plasseringstypen autocall ble lansert i etterkant av finanskrisen da mange investorer ønsket en plasseringstype som kunne utbetale avkastning selv om børsen ikke stiger [...]* Presentasjonene viser historisk avkastning for de tidsperiodene som henholdsvis Garantum og Garantum Norge faktisk har solgt autocall i Sverige og Norge. Vår erfaring er at investorer selvsagt er interessert i hvordan det har gått med tilsvarende produkter. [Presentasjonen] viser mer enn 300 slike. Vi mener derfor det vil være galt å ikke vise dette, når det uansett vil bli etterspurt". Agenten/Garantum sier seg enig i at grafene som viser historisk avkastning tydelig bør uttrykke at historikken ikke kan anses som indikator for forventet avkastning. Det understrekes at kunder nå blir gjort særlig oppmerksom både på dette, og på at fremstillingen viser en periode med høy avkastning i aksjemarkedet.

Når det gjelder Finanstilsynets foreløpige vurdering om at Agenten i telefonsamtaler mellom rådgiver og kunde fremhever og gjennomgår egen utarbeidet presentasjon, skriver Agenten/Garantum at selv om KID ikke er påbudt i Norge, og norske investorer derfor hverken har krav på eller forventning om KID for strukturerte produkter, så har de allikevel fulgt PRIIPs-forordningens krav om at KID skal stilles til rådighet for kunden. Det påpekes at *"For å sikre at kundene får tilgang til fullstendig og forståelig informasjon gis kunden prospekt, KID, informasjonsbrosjyrer og produktmateriale. De ulike dokumentene inneholder ulik informasjon og må leses i sammenheng. Hver av dokumentene har lik vekt"*. Det understrekes videre at investor på tegningsblanketten bekrefter å ha *"satt seg inn i angitte betingelser og risikobeskrivelse i informasjonsbrosjyren, KID, prospekt og endelige vilkår"*. Foretaket opplyser som nevnt at det nå har lagt inn tydelig omtale av KID (herunder beskrivelsen av scenarier og kostnader) i sitt markedsføringsmateriale, og at *"Gjennom presentasjonsmaterialets tydelige referanse til KID vil også rådgivningssamtalene i praksis styres slik at de viser til nøkkelinformasjonsdokumentet. Dette fokuseres også i opplæring og veiledning av rådgiverne"*.

Kredittobligasjoner

Agenten/Garantum viser i Tilsvaret til sine kommentarer knyttet til aksjekuponger, herunder presentasjon av risikoscenarier og forholdet mellom opplysninger i KID og i investorpresentasjon. Det opplyses for øvrig at de kun har tilbudt de to kredittobligasjonene som Finanstilsynet har

undersøkt, og at de samme tiltak som beskrevet for aksjekuponger vil bli gjennomført også for kredittobligasjoner dersom slike skulle tilbys ved senere anledninger.

Agenten/Garantum presiserer at, på samme vis som for aksjekuponger, så er scenarier i investorpresentasjonen for kredittobligasjoner kun ment som beskrivelse av produktets egenskaper. Når det gjelder Finanstilsynets kommentar om at scenario 1 "*Ekstremt markert*", med beregnet tap på 100%, kun er vist for en av kredittobligasjonene, skriver Agenten/Garantum at de for den andre kredittobligasjonen valgte ikke å vise dette scenariet, som innebærer at 25% av selskapene i indeksen (som består av 100 amerikanske high yield selskaper) går konkurs allerede etter 1 kvartal. Grunnen til dette var at scenariet ble sett på som usannsynlig og lite representativt, sett i forhold til at høyeste antall konkurser historisk kun var 18% og da i løpet av 5 år (under finanskrisen).

2.3.4 Opplysninger om kostnader – Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten

Agenten/Garantum opplyser i brosjyre og presentasjon for de aksjekupongene Finanstilsynet har undersøkt at Agenten (som distributør) belaster kunden med tegningshonorar på inntil 3% av nominelt beløp, slik at investor innbetaler inntil 103% av nominelt beløp. Det opplyses videre at det ved salg i annenhåndsmarkedet utenom automatisk innløsning vil belastes kurtasje på inntil 2%. I tillegg til tegningshonorar og eventuell kurtasje er det opplyst at Agenten og Garantum mottar en samlet tilretteleggermargin fra utsteder på inntil 5%, som er opplyst inkludert i nominelt beløp.

Utsteder estimerer i KID effekten av de totale produktkostnadene kunden må betale på den potensielle avkastningen, uttrykt som Reduction In Yield (RIY). Det opplyses i KID i tillegg at "*Vedkommende som selger til deg eller gir deg råd om dette produktet kan kreve andre kostnader. I så fall vil vedkommende gi deg informasjon om disse kostnadene, samt vise deg den innvirkningen som alle kostnadene vil ha på investeringen din over tid*". For de 28 aksjekupongene Finanstilsynet har undersøkt er gjennomsnittlig RIY i KID beregnet til 14,49% av nominelt beløp ved innløsning etter ett år. Laveste verdi er 9,41%, mens høyeste er 17,84%. Utsteder overfører en del av utstedeers margin til Agenten/Garantum, i form av ovennevnte tilretteleggermargin som etter det opplyste som nevnt utgjør inntil 5% av nominelt beløp.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at Agenten/Garantum i sine brosjyrer og presentasjoner har gitt opplysninger om kostnader til tilrettelegger og distributør (tilretteleggermargin og tegningshonorar), men at utstedeers margin hverken er opplyst om i brosjyre, presentasjon eller i dialog med kunden. Finanstilsynet viste til at brosjyren inneholder et avsnitt med overskrift "*Utstedeers rolle og insentiver*" hvor utstedeers margin er omtalt, men ikke kvantifisert: "*Utsteder vil foreta sikringsforretninger i forbindelse med utstedelsen av produktet. Slike sikringsforretninger vil kunne medføre at Utsteder oppnår en margingevinst eller -tap. Marginen utgjør forskjellen mellom prisen på produktet og markedspris for rett til avkastning i finansmarkedet. Kostnadene relatert til sikringsforretninger vil kunne variere med forandringer i rentenivået, volatilitet og endringer i prisingen av andre finansielle instrumenter som inngår i produktets avkastningselement. Ulike tilbydere av tilsvarende produkter vil oppnå ulike marginer avhengig av posisjon i markedet for sikringsforretninger. Etter utløpet av tegningsperioden vil investor opplyses skriftlig, ved etterspørsel, om de totale kostnadene og den endelige prisen kunden betaler, og hvor mye dette avviker fra anslaget som ble gitt på tegningstidspunktet. De totale kostnadene vil bli oppgitt i prosent av nominelt investert beløp*".

Finanstilsynet illustrerte i Rapporten Agentens mangelfulle opplysninger om kostnader overfor kunder med sitater fra utvalgte telefonsamtaler, hvor rådgiver omtaler tegningshonorar til Agenten og den delen av utsteders margin som overføres til Agenten/Garantum (tilretteleggermargin), men ikke den delen av utsteders margin som beholdes av utsteder. I de aktuelle samtalene sier rådgiver både at kundene ikke "*merker noe til*" tilretteleggermarginen og at "*deltakergraden*" ville vært høyere uten tilretteleggermargin. Finanstilsynet ba i Rapporten om en forklaring på disse utsagnene.

Videre bemerket Finanstilsynet i Rapporten at det ikke har mottatt dokumentasjon som viser Agentens rapportering til kunder av årlig sammenstilling i ettertid (ex-post) over påløpte kostnader og gebyrer knyttet til både finansielle instrumenter og investerings- og tilleggstjenester slik det er påkrevet i Forskrift til utfyllende regler til MiFID- og MiFIR- forskriftene del 6 artikkel 50 punkt nr. 9.

Finanstilsynets foreløpige konklusjon

Det var på denne bakgrunn Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at Agenten ikke har gitt kunder og potensielle kunder relevante opplysninger om omkostninger og gebyrer, jf. vphl. § 10-11 (2), og at Agenten ikke har sørget for at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (3).

2.3.5 Opplysninger om kostnader – Agentens/Garantums kommentarer i Tilsvaret

Agenten/Garantum påpeker at de overfor kunder tydelig har fremhevet både tilretteleggermargin og tegningshonorar, og bemerker at "*Dette har interesse både fordi de utgjør kostnadselementer, og fordi det gir en tydelig åpenhet om Garantums insentiver [...] Det er riktig at vi ikke har fremhevet spesielt utsteders margin spesifikt i presentasjonsmaterialet. Men KID er som nevnt gitt til investor, og investor har i tegningsblanketten bekreftet å ha satt seg inn i denne. KID er et kortfattet og oversiktlig dokument beregnet på ikke-profesjonelle investorer som, i motsetning til for eksempel prospektet, skal være lett å sette seg inn i. Vi har som nevnt ovenfor nå lagt inn tydeligere omtale og henvisninger av KID i investorpresentasjonen. En viktig grunn til at vi ikke har fremhevet utsteders margin spesielt er at det er så mange måter å presentere dette på, og at det gir begrenset veiledning for investor. Vi mener at vår presentasjon og rådgivning om kostnadene fullt ut fyller kravene i verdipapirhandelloven, prospektforordningen og PRIIPs. At PRIIPs – som ikke er innført i Norge – gir anvisning på et annet og mer skjematisk oppsett, betyr ikke at det er dette som er førende for investorpresentasjoner eller at dette vil oppfylle opplysningskravene i verdipapirhandelloven og kommisjonsforordningen. Det vises i den forbindelse til den britiske tilsynsmyndigheten FCAs beskrivelse: 'The requirements under MiFID II are less prescriptive than under PRIIPs in relation to the methodology for calculating these costs'. Det vises i den forbindelse til den veldig varierte praksis som er for sammenstilling av slike kostnader, herunder at noen angir kostnadene som negative (altså gir bidrag til produktet). Verdipapirhandellovens forretningskikk-regler som gjennomfører MiFID II innebærer altså ikke at kostnadene må presenteres slik det skal etter PRIIPs-forordningen".*

Agenten/Garantum gjentar (i e-post av 29. april 2020) at kostnadsestimatene ex-ante i KID kan beregnes på flere måter, og at dette gir store differanser i kostnadsestimeringen mellom de ulike utstederne. Det påpekes at "*Den emittenten som avviker tydeligst fra de øvrige emittentene er Goldman Sachs. Deres estimer har stort sett ligget betydelig høyere enn gjennomsnittet og i noen tilfeller har modellen deres også resultert i negative etableringskostnader. Goldman Sachs' forklaring har vært at de har valgt en annen metode enn sine konkurrenter*".

Agenten viser (i e-post av 21. april 2020) til eksempler som viser at den estimerte produktkostnaden (RIY) i KID gir liten eller ingen veiledning om faktiske kostnader, og at plasseringer med svak forventet avkastning iht. scenarioanalysen vil vise lav kostnad mens plasseringer med høy forventet avkastning vil vise høy kostnad.

Agenten/Garantum anfører at brosjyrer og investorpresentasjoner viser kostnader i tråd med bransjeorganisasjonen SPIS' (Strukturerade Placeringar i Sverige) bransjestandard, og at denne er avklart med Finansinspektionen. Agenten/Garantum opplyser samtidig at de i løpet av våren 2020 vil vise kostnadene i sitt eget materiell på en måte som omfatter utsteders margin.

Agenten/Garantum mener at det mest sentrale for investor er hvilket avkastningsscenario og hvilken risiko produktet har, og at *"Det som omfattes av kostnadsberegningene i PRIIPs-forordningen er egnet til å avdekke skjulte kostnader i forhold til utsteders kostpris. Og for mange type produkter vil utsteders margin og tilretteleggerhonorar illustrere skjulte kostnader. Men disse kostnadene er også betaling for verdigenererende tjenester. Det er nyttig at man kan sammenligne disse innbakte kostnadene med andre produkter, men dette ikke er så viktig at det trenger fremheves. Det sentrale er at renten beregnes av det innbetalte beløpet som omfatter utsteders margin og tilretteleggerhonorar"*.

Agenten/Garantum viser for øvrig (i e-post av 21. april 2020), i tilknytning til en drøftelse av forskjellene mellom ex-ante estimerte produktkostnader og ex-post faktiske produktkostnader, til ESMA's Q&A – "Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries topics" (ESMA35-43-349) – og understreker følgende knyttet til produktrelaterte kostnader: *"Under overskriften How should investment firms use the product's costs as presented in the PRIIPs KID? (Side 81, våre understrekninger) – ESMA: ESMA is of the view that the cost components, as mentioned in the PRIIPs KID, cover all cost components, so that an investment firm can fulfil its obligation under the MiFID II regime with regard to the ex-ante costs and charges of a financial instrument"*.

Agenten/Garantum opplyser at de i sitt markedsføringsmateriale nå gir en tydeligere omtale av KID og at dette inneholder en bredere presentasjon av kostnader som også omfatter utsteders margin.

Som svar på Finanstilsynets anmodning om en forklaring på hva som menes med at *"deltakergraden"* ville vært høyere uten tilretteleggermarginen, og at kunden *"ikke merker noe"* til denne kostnaden, som nevnt i flere rådgiversamtaler, skriver Agenten/Garantum i Tilsvaret at *"deltakergraden er et annet ord for investors andel av kursoppgangen i en aksjeobligasjon. Når rådgiverne sier at denne hadde vært høyere uten den innbakte kostnaden, er det en måte å fortelle at kostnaden har en påvirkning på avkastningen. Hadde Garantum tatt en lavere tilretteleggermargin ville plasseringen hatt bedre vilkår (høyere kuponrente i en autocall og høyere deltakergrad i en aksjeobligasjon). Når rådgiverne i samme åndedrag sier at denne er "inkludert i betingelsene" eller at "den kostnaden legger man egentlig ikke merke til" er det ulike måter å fortelle at den ikke legges til hovedstolen i investeringen, men at den er innbakt i den. Dette er muntlig uttrykt og burde vært sagt mer presist [...] Selvsagt vil man "legge merke til" en redusert avkastning, men det fremkommer rimelig klart av sammenhengen, og med tillegget "egentlig" at det ikke har vært meningen å underslå at dette er en kostnad som har betydning. Vi har tatt Finanstilsynets påpekning til etterretning og skjerper inn så rådgiverne ikke uttrykker seg slik fremover [...] Det samme gjelder de av produksjonskostnadene som utgjør utsteders margin, men*

som ikke oppleves som kostnader utover det ferdige produkt. I en autocall vil investor få rente av nominelt beløp (100%), og det er nominelt beløp han vil motta ved innløsning".

Når det gjelder Finanstilsynets påpekning i Rapporten om manglende rapportering av kostnader ex-post til kunder, så opplyser Agenten/Garantum at kundene har mottatt ex-post-oppgaver som omfatter alle kostnader minst en gang per år i tråd med lovkravet. For norske kunder med depotkonto hos andre enn Garantum ble den første ex-post-rapporteringen for 2018 kraftig forsinket. For 2019 opplyses det at rapporteringen kommer til å gå som planlagt i løpet av mars/april 2020. Finanstilsynet har i etterkant av Tilsvaret fått ettersendt ex-post kostnadsoppgaver for 2018 for utvalgte kunder.

2.4 Finanstilsynets konklusjon

2.4.1 Opplysninger om risiko

Verdipapirforetak skal gi kunder eller potensielle kunder korrekt, klar og ikke villedende informasjon og veiledning om både produktenes egenskaper og risiko.

Agenten forklarer at den i sin gjennomgang med kunder baserer seg på sin egen utarbeidede presentasjon, hvor de scenariene som gjennomgås er ment for å illustrere produktets egenskaper, og ikke produktets risiko. Agenten/Garantum skriver at formålet med disse scenariene dermed er et annet enn formålet med scenariene i KID, og at når det gjelder beregninger knyttet til tapsrisiko så har de lent seg på utsteders beregninger i KID. Agenten/Garantum påpeker at utsteders beregnede scenarier i KID har liten informasjonsverdi, men at de likevel har oversendt KID til kunder sammen med øvrig informasjonsmateriale selv om dette ikke er påbudt i Norge. Agenten/Garantum fremhever at de ulike dokumentene som oversendes kunden inneholder ulik informasjon og må leses i sammenheng, og at hvert av dokumentene har lik vekt.

Finanstilsynet presiserer at Agenten/Garantum har et selvstendig ansvar for å gi hensiktsmessig veiledning om både egenskaper og risiko knyttet til det aktuelle produktet. Finanstilsynet vil påpeke at selv om det i Agentens/Garantums eget informasjonsmateriale, og i Agentens samtaler med kunder, advares om at hele investeringen kan tapes, så kan Agentens fremhevelse og gjennomgang av egne scenarier – for å forklare produktets egenskaper – bidra til å moderere eller redusere betydningen av en slik generell advarsel. Kunden vil kunne oppfatte Agentens gjennomgang som en veiledning knyttet både til produktets egenskaper og risiko. Uavhengig av de påpekte svakheter ved beregningsmetodikken for risikoscenarier i KID – som kan forklares og nyanseres – så viser KID uansett en måte å gjøre slike beregninger på med større potensielle negative utfall enn de scenarier Agenten selv har valgt å fremheve. Finanstilsynet tar til etterretning at Agenten/Garantum nå gir en tydeligere omtale av KID i sitt markedsføringsmateriale, og at det er inntatt eksempler i presentasjoner og brosjyrer som viser mer ekstremt negative utfall.

Agenten/Garantum anfører at i investorpresentationene for kredittobligasjoner, så er scenariet som viser at 25% av selskapene i indeksen går konkurs allerede etter et kvartal – med et resulterende beregnet tap på 100% av investeringen – ikke tatt med som mulig utfall for det sist plasserte produktet, fordi dette utfallet ble ansett som svært lite sannsynlig. Agenten/Garantum ser i denne forklaringen ut til å kun ha vurdert konkurser som kreditthendelser, men Finanstilsynet understreker at en kreditthendelse som nevnt omfatter flere typer hendelser enn konkurser.

Når det gjelder Agenten/Garantums mangelfulle opplysninger om forskjellene i tapspotensiale mellom aksjekuponger og fond, anførere Agenten/Garantum i Tilsvaret at *"Det er ingen uttrykkelige regler som tilsier at man skal sammenligne [risikoklassifiseringen i PRIIPs] med andre klassifiseringssystemer for spareprodukter"*, og viser til at forskjellene i risikoskalaene innenfor PRIIPs og UCITS uansett er beskrevet på deres hjemmeside. Finanstilsynet har funnet denne beskrivelsen på Garantums hjemmeside, men ikke på Agentens, slik at denne ikke ser ut til å ha vært enkelt tilgjengelig for Agentens norske kunder. Finanstilsynet er ikke enig med Agenten/Garantum i at en klargjøring av forskjellene mellom risikoskalaene i PRIIPs og UCITS gir liten merverdi for kundene. Slik informasjon bør komme klart frem i de samme dokumenter og kommunikasjonskanaler som benyttes aktivt overfor kundene for å veilede om produktene (brosjyre, presentasjon, telefonsamtaler), og ikke bare på nettsiden. Agenten/Garantum sier seg for øvrig enig i at det i informasjonsmaterialet må klargjøres at den historiske fremstillingen viser en periode med høy avkastning i aksjemarkedet, og at dette ikke kan anses som en indikator for forventet avkastning. Finanstilsynet opprettholder sin foreløpige vurdering om at forskjellene i de to risikoklassifiseringssystemene burde kommet bedre frem, og at fremstillingen av historisk avkastning i Agentens/Garantums presentasjon har vært lite balansert.

2.4.2 Opplysninger om kostnader

Verdipapirforetak skal gi kunder eller potensielle kunder korrekt, klar og ikke villedende informasjon og veiledning om produktenes omkostninger og gebyrer.

Agenten/Garantum skriver i Tilsvaret at de to kostnadselementene tegningshonorar og tilretteleggermargin fremheves overfor kunder, men at dette ikke er tilfelle for det tredje kostnadselementet utsteders margin. Dette forklares med at det er mange måter å beregne denne på og at dette dermed gir begrenset veiledning for kunder. Det anføres også at Goldman Sachs, som er utsteder av de fleste av Agentens/Garantums plasserte aksjekuponger, stort sett beregner dette kostnadselementet betydelig høyere enn gjennomsnittet. Det påpekes videre at kunder uansett får oversendt utsteders KID-dokument, hvor dette kostnadselementet er estimert.

Finanstilsynet presiserer at selv om kundene har fått oversendt utsteders KID-dokument som en del av samlet skriftlig dokumentasjon, så har Agenten/Garantum et selvstendig ansvar for å gi fyllestgjørende opplysninger om alle kostnadselementer knyttet til både tjenester og produkter i god tid før det ytes investeringstjenester – hvilket innebærer at alle kostnadselementer må fremheves og forklares på lik linje og på forståelig vis. Agenten/Garantum anfører at *"Verdipapirhandellovens forretningskikk-regler som gjennomfører MiFID II innebærer altså ikke at kostnadene må presenteres slik det skal etter PRIIPs-forordningen"*. Finanstilsynet vil understreke at, uavhengig av de svakheter ved beregningene av utsteders margin i KID som Agenten/Garantum trekker frem i Tilsvaret, så må også dette kostnadselementet, med eventuelle forklaringer og nyanseringer knyttet til beregningsmetodikk, opplyses om og sammenstilles med de øvrige kostnadselementene på en slik måte at kunden kan forstå den samlede kostnaden og den kumulative effekten på investeringens avkastning. Om brosjyrenes og presentasjonenes fremstilling av kostnader skulle være i henhold til en etablert bransjestandard i Sverige, så må det etter Finanstilsynets vurdering innebære at Agenten/Garantum, og andre verdipapirforetak som tilbyr finansielle instrumenter i Norge, uansett må sørge for at også det kostnadselementet som utgjør utsteders margin fremheves overfor kundene på en tilsvarende synlig og forståelig måte.

Finanstilsynet er følgelig ikke enig i Agentens/Garantums anførsel om at opplysninger om utsteders margin *"ikke er så viktig at det trenger fremheves"*. Agenten/Garantum trekker i denne sammenheng også selv frem at *"Det som omfattes av kostnadsberegningene i PRIIPs-forordningen er egnet til å avdekke skjulte kostnader i forhold til utsteders kostpris"*, og forklarer i Tilsvaret at tilretteleggermarginen påvirker produktets avkastning, slik at lavere margin ville gitt høyere kuponrente i en aksjekupon, og at *"Selvsagt vil man "legge merke til" en redusert avkastning"*. Denne effekten vil rimeligvis forsterkes når man ser på hele utsteders margin (som tilretteleggermarginen er en del av). Agenten/Garantum viser som nevnt også til ESMA's Q&A hvor det, under pkt. 9 "Information on costs and charges" "Answer 7", fremgår at *"the cost components, as mentioned in the PRIIPs KID, cover all cost components, so that an investment firm can fulfil its obligation under the MiFID II regime with regard to the ex-ante costs and charges of a financial instrument"*. Det fremgår videre av "Answer 9" under samme punkt at *"Where a financial instrument falls within the scope of PRIIPs, the investment firm can use the publicly available PRIIPs KID to obtain the data that is relevant for its ex-ante cost disclosure"*. Finanstilsynet tar til etterretning at Agenten/Garantum i sitt markedsføringsmateriale nå gir en mer tydelig omtale av KID, og at dette inkluderer en bredere presentasjon av kostnader som også omfatter utsteders margin.

Finanstilsynet har som nevnt fått ettersendt Agentens/Garantums årlige ex-post kostnadsoppgaver for 2018 for utvalgte kunder. Kostnadsoppgavene viser en sammenstilling av kundens faktiske kostnader i det aktuelle kalenderåret knyttet til investeringstjenester og produkter, og omfatter både tegningshonorar, tilretteleggermargin og utsteders margin. Finanstilsynet registrerer at når det gjelder kostnadselementet utsteders margin, så er utsteders ex-ante beregninger i KID til dels betydelig høyere enn faktiske ex-post beløp i kostnadsoppgaven. Agenten/Garantum har som nevnt redegjort for det de vurderer som svakheter ved utsteders beregningsmetodikk av ex-ante produktkostnader. Finanstilsynet minner i denne forbindelse om at verdipapirforetak ved beregning av ex-ante kostnader som et utgangspunkt skal benytte faktisk påløpte kostnader som en tilnæringsverdi for de forventede kostnadene, jf. Forskrift om utfyllende regler til MiFID II- og MiFIR-forskriftene del 6 artikkel 50 punkt nr. 8.

2.4.3 Finanstilsynets konklusjon

Det er på basis av ovenstående Finanstilsynets konklusjon at Agenten ikke har gitt kunder og potensielle kunder hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko eller relevante opplysninger om omkostninger og gebyrer, jf. vphl. § 10-11 (1) og (2), jf. vpf. §§ 10-11 (1) og 10-15 (1) a), og at Agenten ikke har sørget for at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-11 (3). Finanstilsynet tar for øvrig til etterretning Agentens/Garantums gjennomførte tiltak knyttet til opplysninger og veiledning om risiko og kostnader.

3. God forretningsskikk – Kundetesting

3.1 Rettslig grunnlag

Det følger av vphl. § 10-11 (1) at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Før det ytes investeringstjenester skal et verdipapirforetak, avhengig av hvilken tjeneste som ytes, utføre enten egnethetstest eller hensiktsmessighetstest av sine kunder, jf. vphl. § 10-11 (4) og (5) jf. vpf. §§ 10-16 til 10-18. Ved ytelse av investeringsrådgivning og aktiv forvaltning skal verdipapirforetak, for ikke-profesjonelle kunder, innhente nødvendige opplysninger om kundens kunnskap om og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle

situasjon og investeringsmål. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjeneste og de finansielle instrumenter som egner seg for vedkommende.

3.2 Finanstilsynets foreløpige vurdering i Rapporten

Agenten distribuerer og markedsfører komplekse finansielle instrumenter med høy risiko som stiller store krav til egnethetsvurderingen og oppfølging av denne i forbindelse med påfølgende transaksjoner. De fleste av Agentens kunder er ikke-profesjonelle. Finanstilsynet har gjennomgått kundedokumentasjon og lydopptak for et utvalg av disse.

Finanstilsynet skrev i Rapporten at Finanstilsynets gjennomgang har avdekket eksempler på kunder som har investert i samme type produkter over lengre tid uten at det er dokumentert at rådgiver har foretatt en løpende vurdering av om ytterligere investeringer kan ansees å være egnet for kunden grunnet for høy risikoeksponering i forhold til kundens opplyste risikovillighet. Det er også her en fare for at kundene får for høy risikoeksponering ettersom Agenten, som tidligere nevnt, ikke har opplyst godt nok om forskjellene mellom de ulike risikoskalaene for PRIIPS og UCITS-fond. Finanstilsynet kommenterte i Rapporten enkelte utvalgte kunder (som har oppgitt ønsket risikonivå til 4 eller 4-5) som illustrerende eksempler. I enkelte av tilfellene ser kundens samlede finansielle eiendeler ikke ut til å være dokumentert, og kundens forholdsmessige eksponering er dermed ikke beregnet.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at det for noen kunder foreligger mangelfulle egnethetsvurderinger, og at enkelte kunder ser ut til å ha fått for høy risikoeksponering i forhold til kundens opplyste risikovillighet, jf. vphl. § 10-11 (4).

3.3 Agentens kommentarer i Tilsvaret

Agenten anfører at *"Vår egnethetstesting av kunder er forsvarlig. Det kan synes som rapporten har overvurdert flere kunders samlede eksponering fordi det ikke er tatt hensyn til at produkter kunder har tegnet er førtidig innløst. Kundenes risikoeksponering er derfor mye lavere enn det rapporten legger til grunn. Hvert enkelt produkt vurderes i forhold til sitt bidrag til kundens samlede risiko, og faller da innenfor selv om det isolert sett kan være høyere. [...] Vi ser likevel at det er enkelte avvik og forbedringsmuligheter i vår egnethetspraksis [...] Det er ikke grunnlag for å si at avvik har ført til at kunder har investert i produkter som ikke er egnet for dem"*.

Agenten tilkjennegir samtidig at for enkelte av kundene så har dokumentasjonen på kundens samlede finansielle eiendeler vært for dårlig dokumentert, eller vært lavere enn det som er definert i Agentens målgruppe, og bemerker at mangelfull beregning av risikoeksponering blant annet skyldes overgang til nytt rådgivningsverktøy. Agenten kommenterer videre at *"Samlet sett kan Garantum Norge slutte seg til at enkelte egnethetsvurderinger kunne vært bedre, samt at rådgivere tidvis kan bli bedre til å kommentere kundens andel av strukturerte produkter opp mot kundens totale finansielle portefølje. Dette er innskjerpet. Garantum Norge har over lang tid hatt mye fokus på å forbedre kartleggingen av kundenes målsetning, finansielle situasjon, bakgrunn og erfaring slik at egnethetsvurderingene kan være bedre begrunnet. Vi vil derfor også fremover, i tråd med Finanstilsynets kommentarer, tydeligere skille mellom de ulike risikoskalaene for PRIIPS og UCITS-fond"*.

3.4 Finanstilsynets konklusjon

Agenten skriver i Tilsvaret at det kan synes som Finanstilsynet ikke har hensyntatt kunders førtidige innløsning av ulike produkter, slik at kundenes faktiske risikoeksponering er mye lavere enn det som er lagt til grunn i Rapporten. Finanstilsynet vil understreke at det ikke har foretatt egne beregninger av enkeltkunders eksponering, men har i Rapporten kun vist til Agentens egne opplysninger i ulike egnethetsskjemaer. Finanstilsynet er dermed ikke enig i Agentens generelle anførsel om at det er ikke grunnlag for å si at avvik har ført til at kunder har investert i produkter som ikke er egnet for dem. Finanstilsynet tar for øvrig Agentens redegjørelse til etterretning.

Det er etter dette Finanstilsynets konklusjon at det for noen kunder har foreligget mangelfulle egnethetsvurderinger, og at kunder dermed kan ha fått for høy risikoeksponering i forhold til kundens opplyste risikovillighet, jf. vphl. § 10-11 (4).

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonssjef

Pernille Engelstad Hole
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.