



FEARNLEY SECURITIES AS  
Postboks 1158 Sentrum  
0107 OSLO

VÅR REFERANSE  
23/3061

DERES REFERANSE

DATO  
12.02.2024

## Tilsynsrapport

### 1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført et tematisyn i Fearnley Securities AS (heretter omtalt som Foretaket) knyttet til plassering av unoterte aksjer og obligasjoner.

Det vises til Finanstilsynets forespørsel datert 25. januar 2023 angående undersøkelser og tematisyn knyttet til plassering av unoterte aksjer og obligasjoner, og den dokumentasjon Foretaket har levert basert på forespørselen. Finanstilsynet varslet i brev datert 6. mars 2023 tematisyn i Foretaket. Foretaket oversendte redegjørelser og dokumentasjon knyttet til tematisynet 15. mars, 20. juni og 17. oktober 2023.

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenester som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1) nr. 1, 2, 3, 5, 6 og 7, samt tilknyttede tjenester som nevnt i vphl. § 2-6 (1) nr. 1, 2, 3, 4, 5 og 6. Som ett av flere forretningsområder har Foretaket en betydelig virksomhet innen prosjektfinansiering.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev datert 5. desember 2023 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer til Rapporten i brev datert 29. januar 2024

## 2. Kundeklassifisering

### 2.1 Rettslig grunnlag

Verdipapirforetak skal klassifisere sine kunder som ikke-profesjonell, profesjonell, eller kvalifisert motpart, jf. vphl. §§ 10-6, 10-7 og 10-23. Det følger av vphl. § 10-7 (1) at en kunde regnes som ikke-profesjonell dersom kunden verken anses som profesjonell etter § 10-6 eller er omklassifisert til profesjonell etter § 10-8. Verdipapirforetak skal informere kunder som nevnt i § 10-6 (1) om at kunden anses for å være profesjonell og at den har adgang til å be om en annen klassifisering, samt hvilken betydning kategoriseringen har for graden av investorbeskyttelse, jf. vphl. § 10-6 (2).

Det er i vphl. § 10-6 (1) inntatt en liste over kunder som skal anses som profesjonelle kunder i relasjon til alle investeringstjenester, all investeringsvirksomhet og alle finansielle instrumenter. I henhold til nr. 1 skal foretak som har fått tillatelse til, eller er lovregulert for å utøve virksomhet på, finansmarkedene i EØS eller tredjestat og er å anse som, eller driver tilsvarende virksomhet som nærmere angitte foretak i bokstav a-i, anses som profesjonelle kunder. Etter nr. 2 vil store foretak

som oppfyller minst to av tre nærmere angitte krav til henholdsvis størrelse på regnskapsmessig balanse, årlig netto omsetning og egenkapital anses som profesjonelle kunder. Det følger videre av nr. 3 at nasjonale og regionale myndigheter skal anses som profesjonelle kunder. Det følger av nr. 4 at *"andre institusjonelle investorer som har som hovedvirksomhet å investere i finansielle instrumenter, herunder enheter som driver med verdipapirisering av eiendeler eller andre finansielle transaksjoner"* skal anses som profesjonelle kunder.

Vphl. § 10-6 (1) nr. 4 oppstiller to vilkår som begge må være oppfylt for at en kunde kan anses som profesjonell etter dette klassifiseringsalternativet; i) det må være tale om en *"institusjonell investor"* og ii) hvis *"hovedvirksomhet"* er å investere i finansielle instrumenter. Ut over dette gir ordlyden og lovens forarbeider lite veiledning om det nærmere innholdet i bestemmelsen. Vphl. § 10-6 gjennomfører vedlegg II (nr. 1) til direktiv (EU) 2014/65 (MiFID II), men heller ikke direktivbestemmelsene eller fortalen gir ytterligere veiledning om det nærmere innholdet i bestemmelsen. Verdipapirhandelloven § 10-6 (1) nr. 4 viderefører den tidligere verdipapirforskriften § 10-2 bokstav c, og det var ved gjennomføringen av MiFID II ikke tiltenkt å gjøre større endringer i rettstilstanden på dette punktet ut over å flytte bestemmelsen til verdipapirhandelloven. Kilder som belyser innholdet i den tidligere bestemmelsen i verdipapirforskriften, er dermed også relevante ved fastleggelsen av rekkevidden til vphl. § 10-6 (1) nr. 4.

Ved brev datert 30.10.2008 redegjorde Finansdepartementet for deres forståelse av innholdet i dagjeldende verdipapirforskrift § 10-2 bokstav c (jf. ovenfor). Finansdepartementet fremholder at det ligger noe kvalitativt mer i begrepet *"institusjonell investor"* enn at investeringsvirksomheten er formalisert gjennom selskapsdannelse uten personlig ansvarlig for deltakerne. Finansdepartementet legger også til grunn at *"institusjonell investor"* er en juridisk person, eksempelvis aksje- eller allmennaksjeselskaper og stiftelser. Videre er det etter Finansdepartementets oppfatning *"avgjørende elementer for å falle inn under dette alternativet, hvorvidt investoren ved sitt vedtektsfestede formål, sin løpende virksomhet, historikk, erfaring, kunnskap og ekspertise, åpenbart fremstår for omverdenen som en profesjonell kunde, uten at de kvantitative krav etter § 10-2 bokstav b (någjeldende vphl. § 10-6 (1) nr. 2) er oppfylt"*. Det er dermed etter Finansdepartementets syn åpent for *"en viss grad av skjønn, men likevel slik at bestemmelsens rekkevidde utover verdipapirforskriften § 10-2 bokstav b er begrenset."*

En ytterligere presisering av hvilke kunder som kan falle inn under alternativet i vphl. § 10-6 nr. 4 kan gjøres basert på de øvrige alternativene i bestemmelsen, slik at alternativet omfatter en annen gruppe kunder enn de som allerede er omfattet av nr. 1-3. Videre vil det ha formodningen mot seg at en kunde kan klassifiseres i henhold til alternativet i nr. 4 dersom vilkårene for omklassifisering etter vphl. § 10-7, jf. § 10-8, ikke er oppfylt.

I tråd med Finansdepartementets uttalelser i ovennevnte brev, legger Finanstilsynet til grunn at klassifiseringsalternativet i vphl. § 10-6 (1) nr. 4 har et snevert anvendelsesområde, og at bruken må bero på en konkret vurdering av den aktuelle kunden. Alternativet kan dermed ikke systematisk benyttes av verdipapirforetak for å omgå omklassifisering av kunder på de vilkår og fremgangsmåter som foreskrevet i vphl. §§ 10-7 og 10-8.

Etter vphl. § 10-7 (2) kan en ikke-profesjonell kunde be om å bli behandlet som profesjonell dersom to av tre kriterier angitt i bestemmelsen er oppfylt. Profesjonelle kunder har ikke krav på samme beskyttelse som ikke-profesjonelle. Det gjelder derfor særlige krav til prosedyren ved kunders avkall

på beskyttelse som ikke-profesjonell, jf. vphl. § 10-8. Etter § 10-8 (1) skal kunden ved anmodning som nevnt i § 10-7 (2) skriftlig meddele verdipapirforetaket at vedkommende ønsker å bli behandlet som profesjonell. Kunden skal også meddele om dette gjelder generelt, eller bare i relasjon til en bestemt investeringstjeneste, transaksjon eller produkt. Verdipapirforetaket skal gi kunden en tydelig skriftlig advarsel om den investorbeskyttelsen og de rettigheter kunden gir avkall på. Kunden skal i et annet dokument enn kundeavtalen erklære skriftlig at følgene av å gi avkall på denne investorbeskyttelsen er forstått. Verdipapirforetaket skal treffe alle rimelige tiltak for å sikre at en kunde som anmoder om å bli behandlet som profesjonell kunde, oppfyller kravene i § 10-7 (2) før det beslutter å imøtekomme anmodningen, jf. § 10-8 (2). Verdipapirforetak kan bare etterkomme anmodning som nevnt i § 10-7 (2) om foretaket med rimelig sikkerhet kan fastslå at kunden har den nødvendige erfaring, kunnskap og ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger i relasjon til relevante investeringstjenester, finansielle instrumenter eller transaksjoner og forstå risikoen forbundet med disse, jf. § 10-8 (3).

Det følger av vphl. § 9-16 (1) nr. 1 at verdipapirforetak skal ha tilstrekkelige og betryggende retningslinjer, rutiner og kontrollmetoder som skal sikre at foretaket, dets ledere, ansatte og tilknyttede agenter etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter. Det presiseres i vphl. § 10-6 (4) at verdipapirforetak skal ha skriftlige interne retningslinjer og rutiner for klassifisering av kunder.

## 2.2 Foretakets praksis

Foretaket har redegjort for sin praksis med klassifisering av kunder etter vphl § 10-6 (1) nr. 4. Foretaket har søkt å operasjonalisere denne bestemmelsen, og etter det opplyse ment å omfatte investorer med betydelig kunnskap og erfaring fra investering i finansielle instrumenter, som har nødvendig ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger og som forstår risikoen knyttet til transaksjoner. Foretaket har opplyst at det lå en grundig vurdering til grunn og kundene måtte være juridiske personer og oppfylle minst to av følgende tre krav:

- a. Egenkapital i NOK som minst svarer til EUR 1.000.000
- b. Foretakets hovedvirksomhet består i å investere i finansielle instrumenter
- c. Har foretatt transaksjoner av betydelig størrelse (som minst svarer til EUR 10.000) på det relevante marked gjennomsnittlig 10 ganger pr. kvartal i de foregående fire kvartaler.

Foretaket redegjorde videre for hvordan de ulike kravene var vektlagt. Foretaket opplyste at det var totalt 246 kunder klassifisert som profesjonelle ihht. vphl. § 10-6 (1) nr. 4.

## 2.3 Finanstilsynets foreløpige vurderinger

Finanstilsynet presiserte at det, som beskrevet over, skal ligge en streng tolkning til grunn for klassifisering etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4. Finanstilsynet ser at Foretaket har søkt å etablere et sett av vurderingskriterier for å konkretisere rekkevidden av denne bestemmelsen. Det var imidlertid Finanstilsynets foreløpige konklusjon at antallet kunder Foretaket har klassifisert etter denne bestemmelsen er for høyt, og at Foretakets tolkning av denne bestemmelsen var for vid.

Kvalitative vurderinger knyttet til kundens vedtektsfestede formål og faktiske virksomhet samt beslutningstagernes kunnskap og erfaring knyttet til de aktuelle finansielle instrumentene må være avgjørende. Et kvantitativt kriterie knyttet til størrelse på kundens finansielle portefølje kan ikke være avgjørende, slik Foretaket har lagt opp til. Det er heller ikke noe juridisk grunnlag i den gjeldende bestemmelsen for en slik avgjørende kvantitativ grense.

For at kunder skal kunne klassifiseres som profesjonell etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4, må kunden som nevnt som et minimum kunne tilfredsstillere kravene for å omklassifisere i henhold til vphl. § 10-7 (2). De kriteriene Foretaket har lagt til grunn i revurderingen tilfredsstillere ikke dette.

Finanstilsynet ba Foretaket gjøre en fornyet kritisk vurdering av samtlige kunder klassifisert som profesjonelle etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4, i tråd med Finanstilsynets veiledning i Rapporten, og oversende resultatet av vurderingene til Finanstilsynet. Finanstilsynet ba også om å få oversendt Foretakets justerte rutiner for kundeklassifisering, hvor Finanstilsynets veiledning er hensyntatt.

## 2.4 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket har gjort en revisjon av interne rutiner for klassifisering av kundene i henhold til Finanstilsynets veiledning, vært i kontakt med de 246 kundene og omklassifisert de som ikke lenger oppfyller kravene til å være profesjonelle etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4.

Foretaket har endret sine interne rutiner og utarbeidet nye kriterier for kundeklassifiseringen. Som tidligere er Foretaket opptatt av at denne kategorien skal bestå av juridiske personer med betydelig kunnskap og erfaring fra investering i finansielle instrumenter, som har nødvendig ekspertise til å fatte investeringsbeslutninger og forstå risikoen knyttet til det aktuelle markedet.

Det fremgår nå av rutinen at alle følgende krav skal oppfylles:

- a) Kunden er en juridisk person, eksempelvis aksje- eller allmennaksjeselskaper og stiftelser/trusts
- b) Kundens hovedvirksomhet er å investere i finansielle instrumenter og dette fremgår av vedtektene til juridisk person («vedtektsfestet formål»)
- c) Kunden har en portefølje på over NOK 40 millioner
- d) Beslutningstaker oppfyller kravene til betydelig kunnskap og erfaring. Veiledende for dette er at personen må oppfylle ett av tre nærmere bestemte kriterier.

Videre fremgår det av rutinen at det skal gjøres en kvalitativ vurdering av punkt b) og d) og at avvik fra disse punktene skal skriftlig godkjennes av COO. Kunden må som et minimum tilfredsstillere kravene for å bli omklassifisert i henhold til vphl. § 10-7 (2). Det er en forutsetning at vphl. § 10-6 (1) nr. 4 skal ha et snevert anvendelsesområde og at bruken beror på en konkret vurdering av den aktuelle kunden. Den konkrete vurderingen skal nedfelles skriftlig.

Foretaket opplyser at det har kontaktet alle de 246 kundene og gjort en konkret og kvalitativ vurdering av hvorvidt hver enkelt kunde oppfyller de nye vilkårene. Foretaket har omklassifisert 113 kunder til ikke-profesjonelle og det er nå 133 kunder som anses profesjonelle etter den nye instruksen.

## 2.5 Finanstilsynets konklusjoner

Finanstilsynet tar til Foretakets gjennomgang og reklassifisering av kunder og oversendte justerte rutiner til etterretning. Finanstilsynet vil imidlertid presisere at adgangen til å klassifisere kunder som profesjonelle etter vphl. § 10-6 (1) nr. 4 skal være snever. Finanstilsynets vurdering er at antall kunder Foretaket har klassifisert etter denne bestemmelsen fortsatt fremstår som høyt. Finanstilsynet forutsetter at Foretaket ved etablering av nye kunder kun benytter denne bestemmelsen i unntakstilfeller.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen  
seksjonssjef

Leif Roar Johansen  
senior tilsynsrådgiver

*Dokumentet er godkjent elektronisk og har derfor ikke håndskrevne signaturer.*