



FINANSTILSYNET

THE FINANCIAL SUPERVISORY
AUTHORITY OF NORWAY

CLEAVES SECURITIES AS
c/o Spaces
Nydalsveien 33
0484 OSLO

Vår referanse
23/3031
Deres referanse

07.03.2025

Tilsynsrapport

1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført et tematisyn i Cleaves Securities AS (foretaket) knyttet til plassering av unoterte aksjer og obligasjoner. Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport i brev av 24. oktober 2024 (Rapporten) og ga sine kommentarer til Rapporten i brev av 21. november 2024 (Tilsvaret).

2. Finanstilsynets oppsummering

Finanstilsynet påpeker flere brudd på bestemmelser knyttet til foretakets plassering av unoterte aksjer og obligasjoner. Finanstilsynets konklusjon er at foretaket i sin produkhåndtering ikke har sørget for at den potensielle målgruppen er identifisert på et tilstrekkelig detaljert nivå. Finanstilsynet konkluderer også med at foretaket ikke har fulgt kravene til prosedyre ved omklassifisering av kunder og deres avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell, samt at omklassifiseringsprosessen ikke var tilstrekkelig dokumentert.

Videre er det Finanstilsynets konklusjon at foretaket, for enkelte av kundene i Finanstilsynets utvalg, ikke har overholdt kravene til gjennomføring av egnethetsvurderinger. Finanstilsynets videre behandling av compliancefunksjonens rolle i gjennomføring av egnethetsvurderinger er omtalt i separat rapport til foretaket.

Endelig er det Finanstilsynets konklusjon at foretakets kommunikasjon med enkelte av kundene ikke har gitt tilfredsstillende opplysninger om omsettelighet og likviditetsrisiko.

3. Finanstilsynets vurderinger

3.1 Produkhåndtering

Det følger av verdipapirhandelloven (vphl.) § 9-19 og verdipapirforskriften (vpf.) §§ 9-20 og 9-26 at verdipapirforetak skal sørge for å identifisere en målgruppe for det enkelte produkt på et tilstrekkelig detaljert nivå. Det følger videre av vphl. § 10-9 (2) at verdipapirforetak skal sikre at produktene er utformet slik at de oppfyller målgruppens behov, og at strategien for distribusjon av de finansielle instrumentene er tilpasset den identifiserte målgruppen. Foretaket skal gjennomføre rimelige tiltak for å sikre at det finansielle instrumentet bare distribueres til den identifiserte målgruppen. Verdipapirforetak skal etter vphl. § 10-9 (3) forstå de finansielle instrumentene foretaket tilbyr eller anbefaler. Foretaket skal vurdere om de finansielle instrumentene møter

behovene hos kundene verdipapirforetaket yter investeringstjenester til, og skal blant annet ta i betraktning den identifiserte målgruppen av slutt kunder i denne vurderingen. Verdipapirforetaket skal sikre at det bare tilbyr eller anbefaler finansielle instrumenter når dette er i kundens interesse.

Ved identifisering av målgruppe skal verdipapirforetak benytte de fem kategoriene beskrevet i den europeiske verdipapir- og markedstilsynsmyndighetens (ESMA) Guidelines on MiFID II product governance requirements (ESMA35-43-3448) nr. 19 og 42.

Foretaket tilbyr investeringer i unoterte aksjer og obligasjoner med høy risiko. Både aksje- og obligasjonsinvesteringene er konsentrert om et enkelt investeringsobjekt - ofte en eiendom eller et skip - og har følgelig meget høy konsentrasjonsrisiko. Produktene har også lav omsettelighet og dermed høy likviditetsrisiko. Dette forutsetter at investor har god forståelse for egenskapene og risikoen ved produktet.

De fleste tegnerne i de undersøkte prosjektene er ikke-profesjonelle kunder. Foretakets definisjon av målgruppe for produktene var at *"produktet er hensiktsmessig for kvalifiserte motparter, profesjonelle kunder og ikke-profesjonelle kunder med tilstrekkelig kunnskap og/eller erfaring"*. Finanstilsynets vurdering i Rapporten var at kriteriet *"tilstrekkelig kunnskap og/eller erfaring"* innebar at målgruppen ikke er identifisert på et tilstrekkelig detaljert nivå i henhold til vpf. § 9-20 (1). Finanstilsynet viste også til at foretaket har opplyst at det for alle plasseringer i enkeltprosjekter blir fokusert på at potensielle investorer skal ha middels kunnskap eller erfaring med høyrenteobligasjoner eller unoterte aksjer, at det ikke er uvanlig at rådgiverne diskuterer prosjekter med kunder de har løpende dialog med, og at enkelte av disse kan være utenfor fokusområdet.

Finanstilsynets vurdering av samtaler mellom foretaket og kunder indikerte at foretaket har hatt lav terskel for å kontakte kunder utenfor den identifiserte målgruppen som ikke synes å inneha *"tilstrekkelig"* kunnskap, og at flere kunder har gitt uttrykk for lav kunnskap og erfaring med de aktuelle produktene. Finanstilsynet viste til flere konkrete kunder med tilsynelatende liten eller ingen erfaring med de aktuelle produktene. Foretaket opplyste at disse kundene har hatt et kundeforhold til rådgiver i en lengre periode, også i rådgivers tidligere arbeidsforhold, og har hatt dialog om flere prosjekter. Foretaket har også anført at kundene i samtaler uttrykker erfaring med aktuelle typer prosjekter, at de aktuelle kundene har oppgitt "middels" kunnskap om de aktuelle produktene i kundeavtalen, samt at de har høy risikovilje og ønsker høy avkastning. Foretaket mener derfor at disse kundene er innenfor den definerte målgruppen.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon i Rapporten at foretaket ikke har sørget for at den potensielle målgruppen er identifisert på et tilstrekkelig detaljert nivå, jf. vphl. § 9-19 og vpf. §§ 9-20 og 9-26, og at foretaket ikke har sørget for å sikre at det finansielle instrumentet bare distribueres til den identifiserte målgruppen, jf. vphl. §§ 10-9 (2).

Foretaket skrev i Tilsvaret at de *"[...] har ansett at vår vurdering om å dele kunder inn i "produktet er hensiktsmessig for kvalifiserte motparter, profesjonelle kunder og ikke-profesjonelle kunder med tilstrekkelig kunnskap og/eller erfaring" har vært tilstrekkelig til å definere en målgruppe"* men de tar Finanstilsynets vurdering om at definisjonen skal være enda mer detaljert til etterretning.

Foretaket beskrev nærmere de konkrete kundene Finanstilsynet hadde vist til og gjentar at disse etter deres vurdering var innenfor den definerte målgruppen, bortsett fra en av kundene hvor foretaket skriver at de i dette konkrete tilfellet har benyttet seg av adgangen til å kontakte kunder utenfor målgruppen, som angitt i ESMA's retningslinjer punkt 84.

Foretaket presiserte at for øvrig er denne typen plasseringer ikke lenger en del av foretakets satsningsområder.

Finanstilsynet tar foretakets redegjørelse vedrørende de konkrete kundeeeksemplene til etterretning. For enkeltkunden hvor foretaket viser til unntaket i ESMA's retningslinjer punkt 84 for adgangen til å kontakte kunder utenfor målgruppen, vil vi presisere at denne adgangen kun skal benyttes unntaksvis og er betinget av at "*all other legal requirements are met (including those relating to disclosure, suitability or appropriateness, identification and management of conflicts of interest)*" og "*[...] should be justified by the individual facts of the case [...]*". Den aktuelle kunden det dreier seg om har i kundeavtalen oppgitt lav kunnskap og ingen handel verken i unoterte aksjer eller high yield obligasjoner, samt gitt uttrykk for manglende erfaring og lav kunnskap i telefonsamtale med foretakets rådgiver. Etter Finanstilsynets vurdering vil en slik kunde – med lav kunnskap og liten erfaring om de aktuelle produktene – ikke kunne henføres under denne snevre unntaksadgangen.

Det er Finanstilsynets konklusjon at foretaket ikke har sørget for at den potensielle målgruppen er identifisert på et tilstrekkelig detaljert nivå i henhold til vphl. § 9-20 (1).

3.2 Omklassifisering av kunder

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.

Etter vphl. § 10-7 (2) kan en ikke-profesjonell kunde be om å bli behandlet som en profesjonell kunde 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 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 skal i henhold til vphl. § 9-16 (1) nr. 8 sørge for dokumentasjon av alle investeringstjenester og all investeringsvirksomhet, som skal være minst så fyllestgjørende at Finanstilsynet kan kontrollere om de regler Finanstilsynet har ansvar for, er overholdt.

Finanstilsynet har bedt om og undersøkt kundedokumentasjon, herunder kundeklassifisering, for utvalgte kunder i plasseringene. Finanstilsynet kunne ikke se at det forelå tilstrekkelig dokumentasjon på omklassifisering fra ikke-profesjonell til profesjonell kunde. Foretaket har svart at de la til grunn at kundene oppfylte kriteriene, og foretaket viste hvordan kriteriene var oppfylt for hver enkelt kunde. Foretaket understreker at det alltid gjør en særskilt vurdering av kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, uavhengig av profesjonalitet.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at foretaket hverken hadde dokumentert at kundene hadde bedt om omklassifisering eller at vilkårene var oppfylt, jf. vphl. § 10-8. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at foretaket ikke hadde fulgt kravene til prosedyre ved omklassifisering av kunder og deres avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell, jf. vphl. § 10-8, og at omklassifiseringsprosessen ikke er tilstrekkelig dokumentert, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 8.

Foretaket viste i Tilsvaret til at det ikke hadde et krav om at kunder måtte være profesjonelle eller kvalifiserte og at kundene selv, på eget initiativ, har bedt om å bli behandlet som profesjonell. Foretaket viste også til at det i informasjon til kundene klart fremgår at investorbeskyttelsen er lavere for profesjonelle enn for ikke-profesjonelle.

Foretakets kundeklassifisering- og/eller omklassifiseringsprosess fremstår etter Finanstilsynets vurdering som lite oversiktlig. Det mangler dokumentasjon på at en eventuell omklassifisering skjer på kundens initiativ og Finanstilsynet har heller ikke sett at det foreligger en skriftlig erklæring fra kunden om at følgene av å gi avkall på investorbekyttelsen er forstått, jf. vphl. § 10-8 (1).

Det er Finanstilsynets konklusjon at foretaket ikke har fulgt kravene til prosedyre ved omklassifisering av kunder og deres avkall på beskyttelse som ikke-profesjonell, jf. vphl. § 10-8, samt at omklassifiseringsprosessen ikke er tilstrekkelig dokumentert, jf. vphl. § 9-16 (1) nr. 8.

3.3 Egnethets- og hensiktsmessighetsvurderinger

Det følger av vphl. § 10-9 (1) at verdipapirforetak skal utøve sin virksomhet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket skal opptre ærlig, redelig og profesjonelt i tråd med kundenes beste interesse og påse at markedets integritet ivaretas på beste måte.

Verdipapirforetak som yter investeringsrådgivning eller driver porteføljeforvaltning, skal innhente nødvendige opplysninger om kundens eller den potensielle kundens kunnskap og erfaring fra det aktuelle investeringsområdet, samt kundens finansielle situasjon og investeringsmål, herunder kundens risikotoleranse og evne til å bære tap. Undersøkelsene skal sette foretaket i stand til å anbefale den investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som egner seg for vedkommende, og spesielt at de er i samsvar med kundens risikotoleranse og evne til å bære tap, jf. vphl. § 10-15 (1) og (2).

Finanstilsynet viste i Rapporten til foretakets rutiner og instruksjoner knyttet til kundetesting, hvor det blant annet fremgår at opplysningene som innhentes i forbindelse med en egnethetstest skal sette rådgiveren i stand til å anbefale investeringstjeneste og finansielle instrumenter som egner seg for kunden, og at dersom rådgiveren ikke får opplysningene foretaket krever, skal ikke investeringsrådgivningen gjennomføres. Det fremgår videre av rutinen at der det ikke ytes investeringsrådgivning i forkant av at ordren gjennomføres, skal rådgiveren foreta en hensiktsmessighetsvurdering, og at opplysningene som innhentes i denne forbindelse skal sette rådgiveren i stand til å vurdere om den påtenkte investeringstjenesten eller det påtenkte investeringsproduktet er hensiktsmessig for vedkommende. Dersom kunden velger å ikke gi de opplysninger som rådgiveren plikter å innhente, skal kunden advares om at dette gjør det umulig for rådgiveren å vurdere hva som er hensiktsmessig for kunden.

I flere av de kundeeksemplene Finanstilsynet har undersøkt fremgår det at kundene har manglende kunnskap, lav erfaring, ønske om moderat risiko og en finansiell stilling som tilsier at kundene ikke er egnet til den aktuelle investeringen. Til tross for dette, blir den aktuelle investeringen vurdert som egnet for disse kundene. Enkelte av egnethetsvurderingene hadde etter Finanstilsynets foreløpige vurdering ikke i tilstrekkelig grad begrunnet hvorfor det aktuelle finansielle instrumentet passer til kundens kunnskap, ønske om risiko eller evne til å bære finansielle tap. Finanstilsynet bemerket i Rapporten at hensikten med dette kan synes å være at kunden dermed blir godkjent til å handle produktene som Foretaket tilbyr. Finanstilsynet viste til to konkrete eksempler på svakt funderte og dokumenterte egnethetsvurderinger hvor den aktuelle investeringen ikke fremstod som egnet. Finanstilsynet bemerket blant annet at den ene kunden har opplyst at vedkommende ønsket lav risiko og lav avkastning mens det i kundeskjema er angitt høy risiko og høy avkastning, og at rådgiver i dette tilfellet overtalte kunden til å akseptere høy risiko.

Foretaket har videre opplyst at "*Når compliance skal gjennomføre egnethetsvurdering av investeringsrådgivningskunder kan [rådgivers egen vurdering] av kunden inngå som én av en rekke faktorer som tas med i vurderingen.*"

Finanstilsynet påpekte at foretaket i henhold til Kommisjonsforordningen artikkel 22, jf. vpf. § 2-2 (1), skal ha en uavhengig compliancefunksjon som overvåker og bidrar til å sikre etterlevelse av regelverket. Finanstilsynets videre behandling av denne tematikken er skilt ut i en separat rapport til foretaket.

Det var Finanstilsynets foreløpige konklusjon at foretaket hadde brutt verdipapirhandellovens krav til gjennomføring av tilfredsstillende hensiktsmessighetsvurderinger, jf. vphl. § 10-15 (3) til (5), og at foretaket, for enkelte av kundene i Finanstilsynets utvalg, ikke har overholdt kravene til gjennomføring av egnethetsvurderinger i vphl. § 10-15 (1).

Foretaket kommenterer ikke i Tilsvaret den ene kunden trukket frem av Finanstilsynet hvor rådgiver overtalte kunden til å akseptere høy risiko i strid med kundens uttalte ønske. For den andre kunden omtalt av Finanstilsynet gjentar foretaket at, og begrunner hvorfor, kunden ble ansett egnet.

Foretaket uttaler på generelt grunnlag at det ikke er enig i Finanstilsynets vurdering om at de har brutt vphl. § 10-15 (1) og at "[...] de produkter som disse investorene har investert i, i all hovedsak er avviklet med fullt oppgjør iht. obligasjonsbetingelsene. Mao. så kan vi innstå for at investeringene passet til kunden. Dette er ikke flaks. Det er også verdt å merke seg at vi til i dag ikke har mottatt kundeklager for noe av dette (og heller ikke andre prosjekter)".

Foretakets kunder er i all hovedsak ikke-profesjonelle kunder samtidig som enkeltprosjektene foretaket tilbyr disse er konsentrert om et enkelt investeringsobjekt og innebærer høy risiko for investorene. Det er dermed særlig viktig, for å sikre god investorbeskyttelse, at foretaket gjennomfører korrekte og fullstendige egnethetsvurderinger av kundene før kunden treffer sin investeringsbeslutning.

Det er Finanstilsynets endelige vurdering at de omtalte kundene viser manglende kunnskap, lav erfaring, ønske om moderat risiko og en finansiell stilling som tilsier at kundene ikke er egnet til den aktuelle investeringen, og at foretaket i enkelte av de øvrige egnethetsvurderingene ikke i tilstrekkelig grad har begrunnet hvorfor det aktuelle finansielle instrumentet passer til kundens kunnskap, ønske om risiko eller evne til å bære finansielle tap.

Det er dermed Finanstilsynets konklusjon at foretaket, for enkelte av kundene i Finanstilsynets utvalg, ikke har overholdt kravene til gjennomføring av egnethetsvurderinger i vphl. § 10-15 (1).

3.4 Opplysninger til kunder om omsettelighet og likviditetsrisiko

Verdipapirforetak skal påse at all informasjon til kunder eller potensielle kunder er balansert, klar og ikke villedende, jf. vphl. § 10-10 (1). Det følger av vphl. § 10-10 (4) at informasjonen om finansielle instrumenter og foreslåtte investeringsstrategier, skal omfatte hensiktsmessig veiledning og advarsel om risiko forbundet med investeringer i de aktuelle instrumentene eller foreslåtte investeringsstrategiene, og informasjon om det finansielle instrumentet er tiltenkt ikke-profesjonelle eller profesjonelle kunder. Ved utformingen av informasjonen skal den identifiserte målgruppen av slutt kunder, jf. § 10-9 annet ledd, tas i betraktning. Det følger videre av vphl. § 10-10 (8) at opplysninger etter første til syvende ledd skal gis i forståelig form og på en slik måte at kunder og potensielle kunder har en rimelig mulighet til å forstå arten av og risikoen forbundet med investeringstjenesten og de finansielle instrumentene som tilbys, og på denne bakgrunn være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning. Ytterligere krav til balansert, klar og ikke villedende informasjon følger av Kommisjonsforordningen artikkel 44, jf. vpf. § 2-2 (1).

Enkelte av samtalene som har inngått i Finanstilsynets undersøkelser, viste etter Finanstilsynets syn at de aktuelle produktenes omsettelighet i annenhåndsmarkedet overkommuniseres og at risikoen ved å investere i prosjektet underkommuniseres. Kunden vil på dette grunnlaget få et skjevt inntrykk av investeringens risiko. Når dette gjøres overfor ikke-profesjonelle kunder som ikke har nødvendige forutsetninger for å gjøre en selvstendig vurdering av disse egenskapene ved produktet, kan det medføre at disse kundene ikke settes i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning.

Finanstilsynet trakk i Rapporten frem to konkrete eksempler hvor foretaket i kommunikasjonen med kundene ikke har sørget for en balansert fremstilling av produktenes omsettelighet og likviditetsrisiko overfor disse kundene.

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at foretakets kommunikasjon med enkelte kunder brøt med reglene i vphl. §§ 10-10 (1), 10-10 (4) og 10-10 (8).

Foretaket viste i Tilsvaret til utdrag fra et informasjonsdokument (IM) i forbindelse med et av prosjektene. Etter foretakets vurdering inneholder dokumentet beskrivelser av alle forhold som kreves etter vphl. §§ 10-10 (1), 10-10 (4) og 10-10 (8). Foretaket skriver videre i Tilsvaret at "*[...] dette finnes klart, tydelig og skriftlig i våre IM'er. Vi mener at uansett hvor lettvinnt en rådgiver kan ha vært i sin muntlige formidling så forventer vi at kunden leser den dokumentasjon som oversendes og på hvilket grunnlag de tegner seg. Dette er ikke «liten skrift» beskrivelser, men tvert imot tydelige og omfattende redegjørelser i klartekst over 9 sider, hvilket utgjør over 23% av IM'et, som er den skriftlige dokumentasjon som er oversendt til kunden. Skulle rådgivers innsalg i noen tilfeller vise seg å ha vært lettvinnt så kan vi ikke se at informasjonen har vært feil. Den skriftlige informasjonen tar uansett vekk enhver «lettvinthet» som kan ha vært gitt muntlig. Det skriftlige materialet er svært tydelig*".

I Tilsvaret har Foretaket vist til skriftlige informasjonsdokumenter som er oversendt til kundene. Finanstilsynets kommentarer var imidlertid knyttet til telefonsamtaler mellom ansatte i foretaket og kunder, hvor de aktuelle produktenes omsettelighet i annenhåndsmarkedet overkommuniseres og risikoen ved å investere i prosjektet underkommuniseres. Finanstilsynet understreker at kravene i vphl. § 10-10 (1) gjelder for "*all informasjon*" til kunder eller potensielle kunder - både muntlig og skriftlig informasjon. Det er derfor ikke korrekt, slik foretaket hevder, at den "*[...] skriftlige informasjonen tar uansett vekk enhver «lettvinthet» som kan ha vært gitt muntlig*".

Kravet om å gi balansert, klar og ikke villedende informasjon i henhold til vphl. § 10-10 (1), innebærer at foretaket er forpliktet til å fremheve både positive og negative sider ved investeringen. Informasjonen kunden mottar må som helhet og i sum gi et balansert og korrekt bilde av risikoen ved investeringen. Finanstilsynet understreker at foretaket, særlig hensett til at målgruppen primært består av ikke-profesjonelle kunder, må være svært påpasselig med at det gis klar og balansert informasjon, samt klar og tydelig informasjon og veiledning om risiko, slik at investor kan fatte en informerte investeringsbeslutning

Det er Finanstilsynets konklusjon at foretakets kommunikasjon med enkelte av kundene har vært i strid med reglene i vphl. §§ 10-10 (1), 10-10 (4) og 10-10 (8).

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen
seksjonsleder

Mathis Røe
seniorrådgiver

Dokumentet er godkjent elektronisk.