



Cleaves Securities AS  
Per Olav Karlsen  
Bergehus  
Frøyas Gate 15  
0273 OSLO

VÅR REFERANSE  
19/6740

DERES REFERANSE

DATO  
24.06.2020

## Tilsynsrapport

### 1. Innledning

Finanstilsynet har gjennomført et tematisert tilsyn i Cleaves Securities AS (heretter omtalt som Foretaket). Temaet var ytterligere undersøkelser basert på Foretakets svar datert 23. november 2018 på Finanstilsynets forespørsel om informasjon knyttet til etterlevelse av MiFID II produkthåndtering, investeringsrådgivning og kompetansekrav (Finanstilsynets referanse 18/11222), melding om tilknyttet agent (Finanstilsynets referanse 19/1990) og stedlig tilsyn gjennomført i 2017 (Finanstilsynets referanse 17/1553).

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenester i henhold til verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1) nr. 1, 2, 5, 6 og 7, samt tilknyttede tjenester nr. 3, 5 og 6 nevnt i vphl. § 2-6 (1).

Foretaket har 14 ansatte, hvorav fire personer er lokalisert i Bergen og to i USA. Foretaket yter i hovedsak corporate finance-tjenester til shipping og offshoresektoren samt noe mot næringseiendomsmarkedet. Foretaket har i det siste året også tilrettelagt og plassert enkelte obligasjoner.

Foretaket mottok Finanstilsynets foreløpige tilsynsrapport datert 20. mars 2020 (Rapporten). Foretaket ga sine kommentarer i brev 15. mai 2020 og i e-post 16. mai 2020 (sammen omtalt som Tilsvaret).

## 2. Organisering

### 2.1 Rettslig utgangspunkt

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 følger av vphl. § 9-21 at verdipapirforetak skal gi melding til Finanstilsynet før det oppretter filial i Norge. Filialen skal ha en leder som oppfyller kravene i § 9-10 første ledd.

Videre følger det av vphl. § 9-10 (9) at verdipapirforetak skal gi Finanstilsynet melding blant annet ved endringer i den faktiske ledelsen. Det vises også til at i henhold til forordning (EU) 2017/1945 artikkel 5, jf. verdipapirforskriften § 9-4, skal Finanstilsynet underrettes om endringer i ledelsesorganet før en endring trer i kraft. Dersom dette ikke er mulig skal underretningen uansett gis innen ti virkedager etter at den er gjort.

Det følger av vphl. § 9-22 (3), slik bestemmelsen lød fram til 1. januar 2019, at et verdipapirforetak etter tillatelse fra Finanstilsynet kan etablere en filial utenfor EØS-området.

## **2.2 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport**

Foretaket har to ansatte lokalisert i USA. Foretaket opplyser at de to er amerikanske statsborgere og at deres arbeidsområde består i å ha kontakt med store amerikanske investorer som etter norsk definisjon vil falle inn under kategoriene kvalifiserte motparter eller toppsjiktet av profesjonelle investorer. Foretaket har en avtale med en amerikansk investeringsbank som "Chaperone" for Foretakets ansatte i USA. Foretakets aktiviteter reguleres og håndteres av Dinosaur Financial Group, herunder lokale krav til KYC og AML. Foretaket opplyser at de to ansatte har nødvendige godkjenninger fra FINRA. Foretaket har ikke sett det nødvendig å melde grensekryssende aktivitet. Aktiviteten ble etablert i USA i 2017.

Foretaket har opplyst at aktivitetene til de to ansatte i USA er innen M&A. Det vil si tjenester som faller inn under definisjonen til tilknyttet tjeneste etter vphl. § 2-6 (1) nr. 3 og ikke investeringstjenester som definert i vphl. § 2-1 (1). Foretaket har videre beskrevet hvordan de arbeider og hvordan samarbeidet mellom USA- og Oslo-kontorene fungerer.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at foretakets virksomhet i USA utgjør en filial i USA og at det ytes investeringstjenester fra filialen. Filialen ble opprettet i 2017 uten at nødvendig tillatelse fra Finanstilsynet etter dagjeldende vphl. § 9-22 (3) forelå.

Foretaket har også søkt å etablere seg i Bergen, først gjennom tilknyttet agentavtale, men agenten ble ikke ansett egnet av Finanstilsynet. Deretter ble personene ansatt i Foretaket, uten at det ble meldt om filialetablering til Finanstilsynet. Dette forholdet behandles av Finanstilsynet separat fra dette tematilsynet.

Finanstilsynet viste også til at Foretaket ikke hadde meldt om endring av faktisk leder.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Foretakets manglende meldinger om filialetableringer og endring i faktisk ledelse kunne vitne om at Foretakets rutiner og/eller kontrollmetoder ikke er tilstrekkelig rustet til å sikre at Foretaket etterlever sine forpliktelser etter lov og forskrifter, jf. vphl. § 9-16 (1) nr.1.

## **2.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret**

Foretaket viser i sitt tilsvaret til at amerikanske regulatoriske regler er ivarettatt ved at Foretaket har inngått en Chaperone-avtale med en amerikansk investeringsbank som har påkrevde amerikanske konsesjoner. Avtalen dekker Foretakets aktiviteter i USA, men også det at ansatte i Norge deltar på møter der og er i interaksjon med amerikanske investorer/ og eller oppdragsgivere. Det vises til at slike avtaler er forholdsvis vanlige i USA.

Foretaket har vært av den oppfatning at aktiviteten ikke har vært å anse som en filial i relasjon til verdipapirhandelloven. Foretaket viser til at det etter amerikanske regler ikke er stilt krav om at virksomheten skal registreres som en filial ("Branch office"). Foretaket har derfor ikke ansett dette som en filial og har derfor ikke søkt om tillatelse til å etablere virksomheten i USA etter den tidligere bestemmelse i vphl § 9-22 (3).

Foretaket tar Finanstilsynets merknader til etterretning, men viser til at dette vil kreve en omlegging av aktivitetene i USA. Foretaket anmoder derfor om en vurdering av om det likevel er mulig å opprettholde aktivitetene i USA gjennom dagens organisering.

Foretaket opplyser i sitt tilsvaret at Foretaket innser at prosessen med etablering av organisasjon i Bergen har vært uryddig. Foretaket tar videre til etterretning at plikten til å melde om ny faktisk leder ikke ble overholdt. Foretaket viser til at ny faktisk leder er godkjent av Finanstilsynet.

Foretaket opplyser videre at det i styreinstruksen har blitt lagt til en presisering som ytterligere fokuserer på filialetableringer og lignende endringer i foretakets virksomhet.

#### **2.4 Finanstilsynets konklusjon**

Når det gjelder aktivitetene i USA, så presiserer Finanstilsynet at det avgjørende i relasjon til den tidligere bestemmelsen i vphl § 9-22 (3) er om det foreligger en filial i USA slik filialbegrepet forstås i norsk rett.

Foretaket har som nevnt to ansatte lokalisert i USA. Finanstilsynet forstår den såkalte Chaperone-avtalen slik at den blant annet åpner for at de to ansatte i USA for eksempel vil kunne gjøre emisjoner kjent overfor amerikanske investorer, dvs. at avtalen åpner for at de ansatte i USA kan være involvert i ytelsen av investeringstjenester. Finanstilsynet fastholder etter dette at aktivitetene i USA er å anse som en filial etter verdipapirhandelloven og ikke som grensekryssende virksomhet direkte fra forretningssted i Norge. Det er uten betydning at amerikanske regler oppstiller en annen definisjon av begrepet "filial" (branch office), og at det i henhold til amerikanske regler ikke er krav om registrering av filialen.

Filialen ble opprettet i 2017 uten at nødvendig tillatelse fra Finanstilsynet etter dagjeldende vphl. § 9-22 (3) forelå. Bestemmelsen i vphl § 9-22 (3) ble opphevet med virkning fra 1. januar 2019. Foretakets aktiviteter i USA vil imidlertid være underlagt norsk tilsyn selv om bestemmelsen er opphevet. Dette innebærer at verdipapirhandellovens krav om innmelding av filialen til Finanstilsynet, egnet ledelse, og organisering, vil gjelde, jf. vphl § 9-10 og § 9-16 (1) nr. 2. Finanstilsynet vil følge opp dette i egen sak. Finanstilsynet ser alvorlig på at filialen i USA ble etablert uten nødvendig tillatelse fra Finanstilsynet.

Finanstilsynet tar foretakets kommentarer når det gjelder manglende meldinger av filialetablering og endringer i faktisk ledelse til etterretning. Som nevnt behandles etableringen av organisasjon i Bergen som egen sak separat fra dette tematisynet.

Finanstilsynet tar forøvrig foretakets redegjørelse til etterretning og forutsetter at Foretaket i fremtiden har høyere bevissthet på å undersøke formelle krav og krav til meldinger om organisatoriske endringer.

### 3. Produktstyring

#### 3.1 Rettslig utgangspunkt

Det følger av vphl. § 9-19 (1) at verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter for salg til kunder, skal ha en hensiktsmessig prosess for godkjenning av det enkelte finansielle instrument og vesentlige endringer i et eksisterende finansielt instrument før det markedsføres eller distribueres til kunder. Som en del av godkjenningsprosessen for produktet skal foretaket identifisere en målgruppe av slutt kunder for det enkelte finansielle instrumentet, sikre at all relevant risiko for målgruppen er vurdert, og at det finansielle instrumentet og distribusjonsstrategien oppfyller kravene etter § 10-9 annet ledd. Krav om regimessig gjennomgang følger av vphl. § 9-19 (2).

Videre bestemmelser om produsenters plikter relatert til produktstyring følger av verdipapirforskriften (vpf.) §§ 9-15 til 9-24. Videre bestemmelser om distributørens plikter følger av vpf. §§ 9-25 til 9-32. Blant annet følger det spesifikke krav til identifikasjon av målgruppe

Det følger blant annet av vpf. § 9-20 (1) at verdipapirforetak som produserer finansielle instrumenter skal på et tilstrekkelig detaljert nivå identifisere den potensielle målgruppen for hvert finansielt instrument og spesifisere den eller de typer kunder med behov, egenskaper og mål som det finansielle instrumentet er forenlig med. Som ledd i denne prosessen skal foretaket identifisere enhver gruppe av kunder med behov, egenskaper og mål som det finansielle instrumentet ikke er forenlig med. Videre følger det av vpf. § 9-20 (3) at verdipapirforetaket skal fastslå om det finansielle instrumentet oppfyller behovene, egenskapene og målene som er identifisert for målgruppen, blant annet ved å undersøke om det finansielle instrumentets risiko- og avkastningsprofil er forenlig med målgruppen, og om det finansielle instrumentet er utformet for å være til fordel for kunden, og ikke basert på en forretningsmodell som forutsetter et ugunstig resultat for kunden for å være lønnsom.

Det følger av vpf. § 9-26 (3) at verdipapirforetak som distribuerer finansielle instrumenter skal ha hensiktsmessige ordninger for produkthåndtering for å sikre at produkter og tjenester foretaket har til hensikt å tilby eller anbefale, er forenlig med den identifiserte målgruppens behov, egenskaper og mål, og for å sikre at den planlagte strategien for å distribuere produktene er forenlig med den identifiserte målgruppen. Videre følger det av vpf. § 9-26 (4) at det skal identifisere og vurdere situasjonen og behovene til kundene foretaket har til hensikt å rette seg mot, for å sikre at kundenes interesser ikke påvirkes negativt som følge av kommersielt press eller finansieringspress. Verdipapirforetaket skal identifisere alle grupper av kunder med behov, egenskaper og mål som produktet eller tjenesten ikke er forenlig med.

Finanstilsynet har i likelydende brev til alle verdipapirforetak, datert 17. desember 2019 (med Finanstilsynet referanse 18/11222) presisert enkelte av kravene knyttet til produkthåndtering. Finanstilsynet påpekte blant annet at flere foretak ikke har identifisert målgruppe i henhold til kravene og at flere foretak har manglende eller mangelfulle instruksjoner.

Finanstilsynet viste til at det forventes at foretak har instruksjoner som minimum beskriver:

- ✓ Prosess for produktgodkjenning (produsenter)
- ✓ Identifisering av målgruppe
- ✓ Identifisering av distribusjonsstrategi

- ✓ Håndtering av interessekonflikter
- ✓ Vurdering av all relevant risiko for målgruppen
- ✓ Vurdering av om kostnadene underminerer forventet avkastning, og om kostnadsstrukturen er tilstrekkelig gjennomsliktig og forståelig for målgruppen
- ✓ Opplysninger som skal gis/mottas til/fra distributør/produsent
- ✓ Regelmessig evaluering av produktene og produktstyringsprosessen. Finanstilsynet forventer at dette gjøres minimum årlig
- ✓ Distributørs opplysninger til produsent om salget og den regelmessige evalueringen
- ✓ Sikring av at relevante ansatte forstår produkt og målgruppe
- ✓ Sikring av at styret og compliancefunksjonen fører kontroll med produktstyringen.

### **3.2 Finanstilsynets vurderinger i foreløpig rapport**

Foretaket har i sitt svar på Finanstilsynets forespørsler knyttet til produkthåndtering vist til Foretakets dokument "Vurderingsskjema for potensiell transaksjon / Deal Screening Note", samt instruksjonsbokens kapittel 16 – Instruks for investeringsrådgivning.

Foretakets instruks for investeringsrådgivning omtaler ikke produktgodkjenning utover at det, før produkter legges frem for kunder, skal ha gjennomgått og hensiktsmessighetsvurdert produktet i henhold til selskapets "Deal Screening Note". Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Foretakets instruks ikke tilfredsstillende noen av punktene vist til ovenfor.

Foretakets skjema "Vurderingsskjema for potensiell transaksjon / Deal Screening Note" inneholder heller ikke informasjon om målgruppe, distribusjonsstrategi eller regelmessig vurdering.

Finanstilsynet har bedt om og gjennomgått Deal Screening Note for to av foretakets prosjekter. Finanstilsynet ba også om eventuell annen dokumentasjon på gjennomført produktgodkjenning/håndtering for disse to prosjektene. Foretaket er både produsent og distributør av disse produktene. Begge er høyrenteobligasjoner i enkeltstående eiendomsutviklingsprosjekter, og innebærer etter Finanstilsynets vurdering relativt høy risiko.

For prosjektet det ene prosjektet har Foretaket i tillegg til Deal Screening Note vedlagt et separat udatert dokument som omhandler målgruppe og risikovurdering for prosjektet. Dette er et dokument som ikke følger av Foretakets rutiner og som Foretaket ikke tidligere har vist til ved Finanstilsynets spørsmål knyttet til produktgodkjenning. Foretaket har ikke gitt om opplysninger om når, hvordan eller hvem som har utarbeidet dette dokumentet, eller hvordan det eventuelt er forankret hos Foretakets ledelse.

For det andre prosjektet er det vedlagt en risikovurdering, men denne omhandler hverken målgruppe, distribusjonsstrategi eller regelmessig vurdering.

Finanstilsynets foreløpige vurdering var at Foretaket ikke har tilstrekkelige rutiner knyttet til produktstyring. Finanstilsynet finner det skjerpene da Foretakets virksomhet er konsentrert om produkter med høy risiko.

### 3.3 Foretakets kommentarer i Tilsvaret

Foretaket opplyser i sitt tilsvaret at Foretaket var av den oppfatning at Godkjennelsesfunksjonen for oppdrag, dens viktige verktøy Deal Screening Note og forankringen av disse i organisasjonen har ivaretatt kontrollbehovet til produktstyring. Det understrekes at Deal Screening Note er et arbeidsdokument under kontinuerlig forbedring og utvikling.

Foretaket har vedlagt oppdatert rutine for investeringsrådgivning og ny rutine for produktutvikling.

Når det gjelder det ene prosjektet Finanstilsynet undersøkte, beklager Foretaket manglende datering, men viser til at dokumentet er behandlet av Godkjenningsfunksjonen for oppdrag.

Når det gjelder det andre prosjektet viser Foretaket til at investorer er definert i Deal Screening Note del 2 (compliance), syvende punkt.

### 3.4 Finanstilsynets konklusjon

Det Foretaket viser til vedrørende Deal Screening Note del 2 er et kort svar på rubrikken "Hvilke investorer er transaksjonen egnet for" hvor det ser ut til å være påført (for hånd) at produktet er tiltenkt både profesjonelle og ikke-profesjonelle med særlig kjennskap til tilsvarende produkter og markeder.

Foretakets produkthåndtering knyttet til de to undersøkte prosjektene fremstår for Finanstilsynet som meget langt fra de kravene som fremgår av vpf. § 9-20 og 9-26. Det er ikke spesifisert den eller de typer kunder med behov, egenskaper og mål som det finansielle instrumentet er forenlig med, jf. vpf. § 9-20 (1) første setning. Det er følgelig heller ikke identifisert gruppene det ikke er forenlig med, jf. vpf § 9-20 (1) andre setning. Det er videre ikke fastslått om det finansielle instrumentet oppfyller behovene, egenskapene og målene som er identifisert for målgruppen, blant annet ved å undersøke om det finansielle instrumentets risiko- og avkastningsprofil er forenlig med målgruppen, og om det finansielle instrumentet er utformet for å være til fordel for kunden, og ikke basert på en forretningsmodell som forutsetter et ugunstig resultat for kunden for å være lønnsom, jf. vpf. § 9-20 (3).

Videre dekker ikke Deal Screening Note pliktene som følger av Foretakets rolle som distributør av produktene, jf. vpf. §§ 9-25 til 9-32.

Finanstilsynet konklusjon er at Foretaket ikke har hatt tilstrekkelig rutiner for produktstyring, jf. vphl. § 9-19 (1) og dermed ikke sikret at kravene etter vphl. § 10-9 (2) oppfylles. Finanstilsynet finner det kritikkverdig at Foretaket har produsert og distribuert produkter uten å forholde seg til reglene om produktstyring, og forventer at Foretaket i fremtiden vurderer alle produkter og produktinformasjon i henhold til gjeldende regelverk.

For Finanstilsynet

Roy V. Halvorsen  
seksjonssjef

Leif Roar Johansen  
senior tilsynsrådgiver

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