



Navigea Securities AS  
Postboks 1753 Vika  
0122 OSLO

VÅR REFERANSE  
13/183

DERES REFERANSE

DATO  
20.06.2014

## Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester

### 1. Innledning

Finanstilsynet gjennomførte stedlig tilsyn i Navigea Securities AS (Foretaket) den 3. april 2013.

Foretaket har tillatelse til å yte investeringstjenestene 1, 2, 3, og 5 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), samt de tilknyttede tjenestene 1 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2). Foretaket driver også verdipapirvirksomhet i Sverige, delvis gjennom filial og delvis gjennom søsterselskap og tilknyttet agent Navexa Securities AB (Navexa). Foretaket er et heleiet datterselskap av Agasti Holding ASA (Agasti). I Agastikonsernet inngår også verdipapirforetaket Agasti Wunderlich Capital Markets AS (Agasti Wunderlich), det tidligere verdipapirforetaket Acta Asset Management AS (AAM) samt Obligo Investment Management AS (Obligo).

Foretaket mottok foreløpig rapport etter tilsynet i brev av 29. oktober 2013 (heretter omtalt som Rapporten). Foretaket avga sine kommentarer til Rapporten i brev av 13. desember 2013, og oversendte på forespørsel ytterligere dokumentasjon i brev av 17. januar og 28. januar 2014. Foretaket mottok varsel om tilbakekall av tillatelser i brev av 17. mars 2014 (heretter omtalt som Varselet), og avga sine kommentarer til Varselet i brev av 7. april 2014 og i "Oversiktsnotat" av 7. mai. 2014.

### 2. Sakens bakgrunn

Finanstilsynet fattet vedtak om tilbakekall av AAMs tillatelser per 12. april 2012. Vedtaket ble påklaget til Finansdepartementet, som i vedtak av 11. oktober 2013 stadfestet Finanstilsynets vedtak. I etterkant av Finanstilsynets varsel til AAM om tilbakekall i februar 2012, iverksatte Agasti en omorganisering av konsernet, som blant annet innebar en overdragelse av AAMs virksomhet til Foretaket per 26. mars 2012. Samtlige ansatte i AAM, med unntak av depotfunksjonen, compliancefunksjonen og AAMs ledelse, ble da overført til Foretaket. Depotfunksjonen ble etter det opplyste overført på et senere tidspunkt.

I forbindelse med virksomhetsoverdragelsen etablerte Foretaket de to kundebetjeningskonseptene Rådgivningskonto (RK) og Ordrekonto (OK). De to konseptene ble vedtatt av Foretakets styre ultimo mars 2012 og presentert for kunder fra primo mai 2012. Forskjellene mellom de to konseptene ligger i de investeringstjenester og den oppfølging som tilbys, og i honorarstruktur:

- Kunder på RK mottar både investeringsrådgivning og tjenester knyttet til ordrebehandling. Kunder på OK mottar tjenester knyttet til ordrebehandling, men ikke investeringsrådgivning
- RK er inndelt i Aktiv konto: for likvide plasseringer (UCITS fond), og Passiv konto: for illikvide plasseringer (unoterte aksjer, strukturerte produkter, warrants, etc.)
- Kunder på RK skal følges opp av rådgiver, både med hensyn til investeringsråd og med hensyn til informasjon om og tolkning av utviklingen i kundens investeringer og i markedet generelt. Kunder på RK mottar magasinet "Portfolio" og har mulighet til å delta på diverse seminarer. Kunder på OK kan få løpende opplysninger hos Foretakets kundesenter om faktiske omsetningskurser og gjeldende verddivurderinger på de ulike unoterte aksjene, i tillegg til generelle markedsbetraktninger
- Kunder på RK ble (inntil november 2013) belastet en løpende årlig avgift på Aktiv konto på 1,5 % på plasserte midler inntil NOK 1 mill. For hver ytterligere NOK 1 mill. i plasserte midler reduseres avgiften gradvis, slik at plasserte midler fra NOK 10 mill. og oppover ikke avgiftsbelastes. På Passiv konto startet prosentsatsen på 0,9 % for den første NOK 1 mill. i plasserte midler. I tillegg ble det belastet innsetningsavgift på nye midler på mellom 2,5 % og 0 % - differensiert etter samlet størrelse på plasserte midler. Foretakets styre vedtok etter det opp-lyste ny prismodell i november 2013: Startavgiften på Passiv konto ble senket fra 0,9 % til 0,6 %, "avgiftstrappen" på Passiv konto ble gjort kortere og innsetningsavgiften på Aktiv konto ble fjernet
- Kunder på OK belastes transaksjonsavgifter ved kjøp og salg av unoterte aksjer, strukturerte produkter, warrants, etc. på 3 %, og ved kjøp og salg av UCITS fond på hhv. inntil 3 % og inntil 0,35 %

Samtlige kunder (uavhengig av om de er på RK eller OK) som har investert i unoterte aksjeselskaper forvaltet av Agasti-konsernet, har tilgang på diverse periodisk oppdatert informasjon om det enkelte investeringssselskapet på Foretakets søsterselskap Obligos nettsider. Denne informasjonen inkluderer løpende nyhetsbrev, kvartals- og årsrapporter, årlige aksjonærbrev, samt kvartalsvise verddivurderinger utført av Obligo. Rapportene gir i sum relativt utfyllende løpende beskrivelser av virksomheten og den økonomiske utviklingen i det enkelte investeringssselskapet.

AAM hadde, på tidspunktet for virksomhetsoverdragelsen til Foretaket, ca. 4.800 kunder som mottok investeringsråd gjennom kundebetjeningskonseptet Porteføljekonto, og ca. 7.200 kunder som mottok investeringsråd gjennom konseptet Handelskonto. De to konseptene hadde ulik honorarstruktur: Kunder på Porteføljekonto ble belastet løpende porteføljebaserte avgifter, mens kunder på Handelskonto ble belastet transaksjonsavgifter. Hovedgrunnlaget for Finanstilsynets tilbakekall av AAMs tillatelser i april 2012 var AAMs rådgiveres gjennomgående anbefalinger til kunder av Porteføljekonto, uten å ha foretatt reelle vurderinger av hvilket betjeningskonsept som var i kundens interesse.

Foretakets forretningsidé er, etter det opplyste, å tilby investeringsrådgivning gjennom RK-konseptet. Ren ordreformidling som selvstendig tjeneste er dermed ikke en del av strategien, og Foretaket har begrunnet etableringen av OK-konseptet med overtakelsen av AAMs virksomhet. OK har kun vært et tilbud til tidligere kunder av AAM, mens nye kunder kun tilbys RK. De fleste av Foretakets kunder på RK har inngått sine avtaler i løpet av 2012. Per 31. desember 2012 var 77 % av AAMs 4.800 Porteføljekontokunder og 81 % av AAMs ca. NOK 7,0 mrd i kundemidler på Porteføljekonto, overført til Foretakets RK - slik at Foretaket da hadde ca. 3.700 RK-kunder med samlede RK-plasseringer på ca. NOK 5,7 mrd. Ti måneder senere, per 31. oktober 2013, hadde Foretaket ca. 4.000 RK-kunder med samlede plasseringer på ca. NOK 7,5 mrd. Foretaket hadde ytterligere ca. 10.000 OK-kunder med samlede plasseringer på ca. NOK 4,1 mrd.

Navigeas virksomhet i Sverige (gjennom egen filial og tilknyttet agent Navexa) hadde per 31. desember 2013 til sammen ca. 4.000 kunder på RK (med samlede kundemidler på ca. SEK 4,0 mrd) og ca. 16.000 kunder på OK (med samlede kundemidler på ca. SEK 3,5 mrd).

Hoveddelen av kundenes midler på RK er illikvide investeringer. Per 31. desember 2012 var ca. NOK 4,5 mrd (79 %) av kundenes samlede midler på RK plassert på Passiv konto. Av de 3.700 RK-kundene hadde 45 % hele sin RK-portefølje på Passiv konto, mens 65 % hadde 80 % eller mer av RK-porteføljen på Passiv konto.

Av de samlede midlene på NOK 4,5 mrd på Passiv konto var til sammen ca. NOK 4,2 mrd (93 %) investert i til sammen 23 unoterte aksjeselskaper (heretter omtalt som Aksjeselskapene) forvaltet av Agasti-konsernet. Dette er langsiktige investeringsselskaper, primært innen eiendom (samt shipping, private equity og infrastruktur), som ble etablert i perioden 2003-2012. Gjennomsnittlig gjenværende planlagt varighet på Aksjeselskapenes investeringsmandat fra 2012 var på seks år. De fleste mandatene gir imidlertid mulighet for forlengelse, noe som historisk har vært relativt vanlig.

Hoveddelen av kundenes RK-plasseringer består som nevnt av aksjer i Aksjeselskapene. Investeringsrådgivning knyttet til mulige kjøp og salg av disse aksjene står dermed sentralt i Foretakets RK-konsept. Foretaket organiserte et annenhåndsmarked for disse Aksjeselskapene (heretter omtalt som Annenhåndsmarkedet) inntil primo 2013, da denne virksomheten ble overført til Foretakets søsterselskap Agasti Wunderlich. Annenhåndsmarkedet har svært lav likviditet, med et volum av omsatte aksjer i hele 2012 på i snitt 1,1 % av antall utestående aksjer i Aksjeselskapene. Foretaket har forklart at dette markedet ble endret primo 2012, slik at omsetning av aksjer da kunne skje til avtalt pris mellom kjøper og selger, og ikke lenger måtte gjøres til verdjustert egenkapital (VEK). Foretaket opplyste at det la til grunn at denne endringen ville kunne skape bedre likviditet, og *"antok at med økt likviditet ville også behovet for investeringsråd øke. Dette har også vist seg å slå til, om enn ikke i den utstrekning selskapet forventet"*. Likviditeten i dette markedet har fortsatt vært svært lav i 2013, med omsatte aksjer på i snitt rundt 2 % av antall utestående aksjer.

Finanstilsynet har, under utarbeidelse av Rapporten, gjennomgått kundedokumentasjon for 40 utvalgte kunder på RK (hovedsakelig med høy andel av plasserte midler på Passiv konto) - herunder utfylte kunde-profilskjemaer (KPR) og investeringsdokumenter (IDOK). Finanstilsynet har også hørt på lydopptak av samtaler mellom disse 40 kundene og Foretakets kunderådgivere i forbindelse med etablering av RK. Finanstilsynet har i tillegg hørt på lydopptak av kundesamtaler for 13 av Foretakets kunderådgivere i fem utvalgte uker i tidsrommet september 2012 til februar 2013. Finanstilsynet har, før utarbeidelse av Varselet, mottatt ytterligere dokumentasjon knyttet til de 40 utvalgte kundenes aktivitet gjennom 2013. Nevnte dokumentasjon er i fellesskap heretter omtalt som Utvalget.

### 3. God forretningsskikk: Opplysninger til kundene

#### 3.1. Rettslig utgangspunkt

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). Kravet til god forretningsskikk innebærer blant annet at kunder og potensielle kunder skal gis *"relevante opplysninger i en forståelig form om: verdipapirforetaket og de tjenester det yter [og] omkostninger og gebyrer, slik at kunden i rimelig grad er i stand til å forstå arten av og risikoen knyttet til investeringstjenesten [...] som tilbys, og således være i stand til å fatte en informert investeringsbeslutning"*, og at *"all informasjon gitt til kunder og potensielle kunder er korrekt, klar og ikke villedende"*, jf. vphl. § 10-11 (2) og (3).

#### 3.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets kunder, hverken i kundebrøsjyren, i telefonsamtaler eller for øvrig har fått fyllestgjørende og balanserte opplysninger om det faktiske innholdet i de to betjeningskonseptene. Finanstilsynet påpekte at det, hverken i brosjyren eller på annet vis, er beskrevet hvilken informasjon samtlige aksjonærer i Aksjeselskapene har tilgang på gjennom Foretakets søsterselskap Obligo, eller at det ikke påløper transaksjonskostnader for aksjonærer som holder sine investeringer i Aksjeselskapene frem til avslutning av selskapets investeringsmandat. Finanstilsynet påpekte videre at

Foretaket ikke har foretatt en reell vurdering av hvilket betjeningskonsept som er egnet for den enkelte kunde, og at Foretaket dermed ikke har opplyst kundene om de reelle RK-kostnader sett opp mot kundens faktiske investerbare midler som det kan være i kundens interesse å betale rådgivningshonorar på (kost/ nytte vurdering).

Finanstilsynet bemerket også at Foretaket ikke har gitt kundene korrekte opplysninger om praksis for beregning av RK-honorarer. Foretaket har i "Avtale om Rådgivningskonto" opplyst at beregningsgrunnlaget for RK-honorar er markedsverdi av kundens plasseringer. For Aksjeselskapene har imidlertid Foretaket lagt Agasti-konsernets verdivurderinger alene til grunn for beregning av porteføljehonorarer. Disse verddivurderingene har ligget typisk 30-40 % høyere enn omsetningskursene i Annenhåndsmarkedet.

### 3.3. Foretakets kommentarer

Foretaket anførte at kundebrøsjyren beregnet på tidligere AAM-kunder var *"formulert nøytralt, uten noen "selgende" fraser, eller overvekt av informasjon for ett av konseptene"*, og at det *"anser at informasjonen om pris for investeringsrådgivning er i tråd med kravene [...], gitt forutsetningene om egnet tjeneste og en klar beskrivelse av hva rådgivningstjenesten ville koste den aktuelle kunden per år"*. Foretaket anførte videre at det ikke yter noen investeringstjenester knyttet til ordrebehandling i forbindelse med oppløsning av Aksjeselskapene, og at *"Vi kan ikke se at Finanstilsynet har rettslig grunnlag for å kritisere Navigea for at det ikke presiseres at selskapet ikke tar betalt i [slike] situasjoner"*. Foretaket opplyste at RK-kunder nå allikevel har mottatt slik informasjon i forbindelse med ny egnethetsvurdering.

Foretaket bemerket at *"Finanstilsynet kritiserer Navigea for ikke i tilstrekkelig grad å informere kundene om forskjellen på OK og RK. Kundene mottok en tabellarisk, objektiv oversikt over hvilke elementer som inngikk i de to tjenestene, og kundene var kjent med de ulike elementene fra sitt eksisterende kundeforhold i AAM. Finanstilsynet vektlegger at informasjon til tidligere AAM-kunder ikke angir hvilken informasjon kundene får fra forvalter. Det er vanskelig å se hvilket grunnlag Finanstilsynet bygger sin kritikk på. Samtlige eiendomsselskaper som forvaltes av Obligo er satt opp før AAM-kundene ble kunder av Navigea. Samtlige av disse kundene vil dermed allerede vite hvilken informasjon forvalter gir til aksjonærene i de aktuelle eiendomsselskapene. Selskapet er usikker på begrunnelsen for hvorfor Finanstilsynet ikke anerkjenner dette [...] Det følger ikke av alminnelig bransjepraksis at verdipapirforetak har en alminnelig plikt til å redegjøre for de generelle informasjonsplikter som påhviler andre leverandører av tjenester og finansielle instrumenter i verdipapirmarkedet"*.

Foretaket påpekte at Finanstilsynet høsten 2012 mottok kundebrøsjyren for tidligere AAM-kunder, at Finanstilsynet ikke har hatt innvendinger til denne tidligere, og at *"Finanstilsynet har [...] en alminnelig veiledningsplikt etter forvaltningsloven § 11. Vi kan ikke se at Finanstilsynet kan avstå fra å gi en slik veiledning, dersom Finanstilsynet finner at mottatt materiale ikke tilfredsstillter lovens krav [...] Spesielt gjelder dette når materialet er innhentet som ledd i et dokumentbasert tilsyn, og følgelig etter anmodning fra Finanstilsynet [...] dette må tillegges vekt i den overordnede evalueringen av mulig sanksjon"*.

Hva gjelder Foretakets muntlige kommunikasjon med kunder skrev Foretaket at *"Selskapet er enig med Finanstilsynet at de gjengitte samtalene er svært uheldige, og de representerer klare brudd på selskapets interne rutiner"*, og at *"det er eksempler på dårlig håndverk i flere av de samtaler som er gjengitt. Selskapet har ingen toleranse for denne type argumentasjon overfor kunde. [...] denne type funn [blir] kontant fulgt opp både ved generell opplæring, ved en-til-en samtaler, ved tettere complianceoppfølging overfor ansatte som har compliancebrudd og med advarsel og avslutning av arbeidsforhold"*.

Når det gjelder Foretakets opplysninger om praksis for beregning av RK-honorarer, bemerket Foretaket at *"Som kjent er det per i dag få transaksjoner i annenhåndsmarkedet. Etter selskapets oppfatning kan det stilles spørsmål ved om individuelt forhandlet pris mellom to parter på enkeltstående transaksjoner faktisk kan anses som en markedspris. Under enhver omstendighet er selskapet innforstått med at det ikke skal være uklarhet med hensyn til hva som kommuniseres til kunden. Selskapet tar derfor selvkritikk på dette punktet, og vil gjøre nødvendige korrigeringer"*. Foretaket la til at *"Finanstilsynet bør også hensynta at*

*samtlige kunder på RK har mottatt det eksakte RK-honoraret for egen portefølje skriftlig, og således har vært klar over hva kostnaden har vært".*

### **3.4. Finanstilsynets endelige merknader**

Foretaket mener at opplysningene til kunder om RK-kostnader er *"i tråd med kravene [...], gitt forutsetningene om egnet tjeneste"*. Finanstilsynet vil presisere at en vurdering av en tjenestes egnethet ikke kan gjøres uavhengig av en reell kost/nytte vurdering.

Etter Finanstilsynets vurdering er opplysninger om (i) hva slags løpende informasjon kunder på OK kan motta, og (ii) at det ikke påløper transaksjonskostnader for kunder som holder sine investeringer i Aksjeselskapene frem til forfall, svært relevant informasjon som må inngå i kundens beslutningsgrunnlag for valg av konsept. Foretaket burde, i tråd med opplysningsplikten, ha forsikret seg om at samtlige kunder var kjent med dette. I stedet har Foretaket slått seg til ro med en antagelse om at samtlige kunder har forstått at avvikling og tilbakebetaling ikke medfører omkostninger for kunden, og at samtlige kunder har vært bevisst den informasjon de har tilgang på hos Obligo og hos Foretakets kundesenter når de har foretatt sitt valg av betjeningskonsept. Foretaket har påberopt seg Finanstilsynets veiledningsplikt hva gjelder kundebrøsjyren til tidligere AAM-kunder. En brosjyres informasjonsverdi kan imidlertid ikke vurderes isolert fra Foretakets øvrige kommunikasjon med kunden. Det er Foretakets samlede opplysninger til kunden (uavhengig av kommunikasjonsmedium) som vil være avgjørende. Hertil kommer at Finanstilsynet tidligere har opplyst Foretaket om at *"fravær av tilbakemelding ikke innebærer noen form for godkjenning/aksept fra Finanstilsynets side av Navigea Securities AS' forretningskonsept, arbeidsprosesser eller øvrige dokumenter. Eventuelle observasjoner og funn vil kunne inngå og bli registrert som signaler, som igjen vil kunne danne grunnlag for stedlig tilsyn"*.

Finanstilsynet finner Foretakets muntlige kommunikasjon med kundene svært kritikkverdig. Foretakets rådgivere har i telefonsamtaler med kundene i Utvalget: (i) Unnlatt å gi objektive opplysninger om den bistand og informasjon som er tilgjengelig på OK, og i enkelte tilfeller tatt tjenester som også er tilgjengelig på OK til inntekt for å velge RK, (ii) Benyttet lavere honorarer på RK enn på AAMs Porteføljekonto som argument for å bestemme seg raskt for RK, og (iii) Benyttet et midlertidig fravær av innsetningsavgift som argument for å bestemme seg raskt for RK. Dette har skjedd i den perioden hvor de fleste av Foretakets kunder på RK ble overført fra AAMs Porteføljekonto. Det er ikke gitt informasjon til kundene som er nødvendig som et ledd i kartleggingen av deres behov for rådgivning, og flere av samtalene i Utvalget fremstår som rene "sales pitch" fra rådgiver for å velge RK. Kundene er dermed ikke gitt en reell mulighet til å vurdere en eventuell merkostnad knyttet til RK opp mot en eventuell opplevd merverdi i å kunne motta investeringsråd og personlig oppfølging, magasinet "Portfolio" samt mulighet til å delta på diverse seminarer. Kundene har følgelig ikke kunnet foreta et informert valg av betjeningskonsept. Under disse omstendighetene kan kundens ønske om eller aksept av betjeningskonsept, etter Finanstilsynets vurdering, tillegges liten vekt.

Hva gjelder Foretakets opplysninger om praksis for beregning av RK-honorarer, er det Finanstilsynets vurdering at Foretaket - uavhengig av den svært lave likviditeten i Annenhåndsmarkedet og at kundene ved avtaleinngåelse har fått opplyst det foreløpige samlede kronebeløpet på RK-honoraret (før de neste verddivurderinger) - har gitt uriktige opplysninger om beregningsgrunnlaget for de løpende RK-honorarer.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket har gitt mangelfulle og lite balanserte opplysninger til kunder om både innhold og reelle kostnader knyttet til de to betjeningskonseptene, i strid med vphl. § 10-11 (2) og (3).

## 4. God forretningsskikk: Egnethetsvurdering

### 4.1. Rettslig utgangspunkt

Kravet til god forretningsskikk innebærer også at foretak som yter tjenesten investeringsrådgivning plikter å gjennomføre en egnethetsvurdering for å anbefale den investeringstjenesten som er egnet for kunden, jf. vphl. § 10-11 (4).

### 4.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Finanstilsynet påpekte at det, med Foretakets valgte sjablonmessige honorarmodell, vil være særlig viktig at Foretaket gjør en individuell og reell vurdering av RK-konseptets egnethet opp i mot kundens behov. I dette ligger at Foretaket må kartlegge kundens behov for rådgivning knyttet til kundens investerbare midler, i betydningen midler som det vil være i kundens interesse å betale rådgivningshonorar på. Denne kartleggingen må som oftest skje i et samspill med kunden, som da må ha blitt gitt fyllestgjørende og korrekt informasjon. For å kunne vurdere om RK-konseptet - med løpende honorarer - er i kundens interesse, må Foretaket i sin egnethetsvurdering relatere størrelsen på honoraret til innholdet i tjenesten i en kost/nytte vurdering. Det vil også være relevant å vurdere kost/nytte på investeringsrådgivning opp mot kost/nytte på en alternativ investeringstjeneste, når situasjonen er slik at kunden kan være tjent med en mindre omfattende tjeneste. Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretaket ikke har foretatt denne type individuelle og reelle vurderinger av hvilket betjeningskonsept som er egnet for den enkelte kunde, og at Foretakets interne instruks for dette ("Arbeidsprosess for utfylling av investeringsdokument...") - som beskriver hvordan kunderådgiver skal gå frem ved egnethetsvurdering og anbefaling av betjeningskonsept - er for generell, og mangler kriterier som kan veilede rådgiver i disse vurderingene. Hensiktsmessig veiledning til rådgiver vil være særlig viktig når Foretaket har signalisert at RK-konseptet også passer for illikvide produkter.

Finanstilsynet stilte spørsmål om det var i Foretakets 3.700 RK-kunders interesse å betale løpende honorar på den delen av porteføljen som er plassert på Passiv konto, sammenholdt med de tjenestene de har behov for. Finanstilsynet bemerket at om kundemidlene på Passiv konto hadde vært plassert på OK, så hadde de fleste kundene likevel kunnet motta tilstrekkelig bistand og informasjon både til å kunne følge utviklingen i investeringene og til å kunne gjennomføre salg i Annenhåndsmarkedet ved likviditetsbehov.

Finanstilsynet bemerket at Foretakets argumenter for når det kan være behov for rådgivning, hverken enkeltvis eller samlet, godtgjør at samtlige RK-kunders midler på Passiv konto er vurdert som grunnlag for løpende honorarberegninger. Det er tvert i mot Finanstilsynets vurdering at kundens plasseringer på Passiv konto på generelt grunnlag ikke kan regnes som investerbare midler, som det er i kundens interesse å betale løpende honorarer for rådgivning på. På slike plasseringer må det foreligge dokumenterte individuelle vurderinger som understøtter at RK-konseptet er egnet for kunden. Dette må som nevnt skje i et samspill med kunden. Finanstilsynet har sett svært få tilfeller av slike vurderinger av kundene i Utvalget.

### 4.3. Foretakets kommentarer

Foretaket har opplyst at *"den modellen selskapet har benyttet de første 18 månedene [...] bygger på at selskapet inkluderer alle aktiva som er investert gjennom AAM og Acta Kapitalforvaltning AS og nå Navigea, men utelater i all hovedsak aktiva som er investert gjennom eksterne"*. Foretaket har opplyst at det i vurderingen av hva som representerer investerbar portefølje, med mulig behov for investeringsråd, la spesiell vekt på at endringer i Annenhåndsmarkedet primo 2012 ville kunne skape bedre likviditet, og at forventede endringer i Aksjeselskapene ville kunne medføre behov for å fatte investeringsbeslutninger.

Foretaket har samtidig hevdet at det er foretatt individuelle reelle vurderinger av kundens investerbare midler og RK-konseptets egnethet, og at det løpende er slått ned på interne brudd på denne forutsetningen. Foretaket har påpekt at *"selskapet krever en konkret vurdering av hva som reelt sett representerer investerbar formue for kunden [...] dersom kunden ikke har investerbar formue, er rådgivning ikke en egnet tjeneste. Dersom kunden derimot har delvis investerbar formue, eller den "passive" delen av formuen*

kan forventes å generere behov for å ta stilling til investeringsbeslutninger innen en rimelig tidshorisont, kan investeringsrådgivning være en egnet tjeneste for kunden".

Foretaket bemerket at "Finanstilsynet synes å hevde at et finansielt instrument med begrenset likviditet kan representere investerbar portefølje for én kunde, men ikke for en annen [...] Etter selskapets vurdering er det ikke slik at likviditeten i et finansielt instrument, og dermed om instrumentet kan realiseres eller erverves, varierer fra investor til investor [...] En slik forskjellsbehandling fremstår som ubegrunnet og skaper interessekonflikter og ulike kommersielle vilkår. Selskapet har vurdert hvorvidt det er mulig å operasjonalisere en slik tilnærming som Finanstilsynet gir anvisning på uten å komme i konflikt med god forretningsikk. I praksis vil dette være utfordrende". Foretaket har opplyst at det, i forbindelse med en pågående årlig evalueringsprosess, har funnet at "selskapet ikke fullt ut har "truffet" på vurderingen av hva som utgjør investerbar portefølje. Kunder som har betalt honorar for investeringer som etter investeringskomiteens vurdering ikke bør medregnes i Assets Under Management ("AUM") har fått kompensert dette. Foreløpig gjelder dette investorer i [ett konkret investeringsselskap]. Selskapet vurderer også om det skal kompenseres for andre investeringer. Dette arbeidet er ikke ferdigstilt [...]".

Foretaket opplyste videre at det i forbindelse med nevnte evalueringsprosess har gjennomført en "Vurdering av om honorarnivåene har vært riktig satt - hvilket innebærer en vurdering av om kundene flest har mottatt en tjeneste som gir en merverdi for kunde som står i forhold til beregnet honorar".

Foretaket bemerket at "Finanstilsynet legger til grunn at selskapet ikke har foretatt kvantitative og kvalitative kost/nytte vurderinger. Dette er ikke korrekt oppfattet". Foretaket viste til at det i november 2013 ble etablert ny prismodell "som etter aggregerte kost/nyttmodeller for hele populasjonen fremsto som forsvarlig, kombinert med en etterkontroll for den enkelte kunde hvor pris for den enkelte ble vurdert i en kost/nytte gjennomgang".

Foretaket trakk frem følgende sitat fra Varselet: "Finanstilsynet er enig i at det selvsagt må skapes innhold i tjenesten gjennom regelmessig oppfølging av kunden, både i form av investeringsråd og informasjon fra Foretaket. Dersom kunden ved senere egnethetsvurdering ikke har fått slik oppfølging, kan RK-konseptet i en kost/nytte vurdering vanskelig anses som egnet, uansett pris. Foretaket må uansett vurdere RK-konseptets egnethet basert på forholdet mellom kundens årlige RK-honorar, kundens relevante investerbare midler og kundens behov for nevnte type informasjon/spesifikke forklaringer. Lite eller ingen oppfølging og rådgivning vil svekke en vurdering av konseptets egnethet". Foretaket anførte at "Sitatet viser at Finanstilsynet ikke trekker skillet mellom hva som er mulig å forvente fremover, og hva som kan registreres bakover [...] Selskapets fremoverskuende vurdering vil måtte ta hensyn til om kundens midler representerer investerbar formue, og om kundens investeringsmål og kunnskap og erfaring for øvrig tilsier at rådgivning er en egnet tjeneste, om kunden vil ha behov for de tjenester rådgivningstjenesten samlet sett tilbyr, og så foreta en egnethetsvurdering basert på dette. I etterkant kan selskapet vurdere om kunden faktisk nyttiggjorde seg av tjenesten. Det er akkurat dette selskapet har beskrevet at de gjør, og vi forstår dermed ikke hvor de kritikkverdige forhold ligger". Foretaket skrev også at "Finanstilsynets kritikk av at selskapets vurderinger er for "generelle" antas å bero på en mulig sammenblanding av hvilke vurderinger som kan og skal foretas på de ulike tidspunkter".

Foretaket ser ut til å ha oppsummert hovedinnholdet i Varselet med: "Slik vi forstår Varselet legger Finanstilsynet til grunn at kritikken hviler på én hovedobservasjon - Finanstilsynet har lagt til grunn at midler på RK Passiv ikke kan tjene som grunnlag for honorar [...] [Vi mener] at selskapets vurderinger av prisnivå basert på en fremoverskuende antakelse om nytte av tjenesten, og selskapets bakoverskuende vurderinger må vektlegges. Disse vurderingene adresserer etter vårt syn fullt ut Finanstilsynets innvendinger i Varselet". Foretaket har imidlertid også fremhevet at "kritikken av at selskapet har en "sjablonmessig" tilnærming til hva som utgjør investerbar portefølje, [synes] slik selskapet forstår det i realiteten å være eneste reelle kritikk".

Foretaket anførte at Finanstilsynets vurdering knyttet til grunnlaget for honorarberegning "savner forankring i det reelle forhold. Finanstilsynet synes ikke å skille mellom om aksjene bør selges (hvilket

innebærer en løpende analyse av markedet og kundens individuelle forhold), og om de kan selges. Dersom svaret er at de ikke kan selges (f.eks. der instrumentet ikke er fritt omsettelig som følge av formelle omsetningsbegrensninger som for eksempel lock up, eller der instrumentet tjener til helt spesifikt formål som ikke andre investeringer kan innfri), representerer de ikke investerbar portefølje. Kan de kjøpes og selges, og det beror på markedsforhold og kundens individuelle forhold om de bør selges, tilsier dette i seg selv et behov for investeringsrådgivning". Foretaket har videre anført at "Finanstilsynets uttalelser om at midler med høy likviditetsrisiko generelt ikke kan anses å utgjøre investerbar portefølje, og at kunder normalt ikke vil ha behov for rådgivning for slike midler, fremstår som nye. Selskapet vil selvsagt innrette seg etter disse nye signalene fremover. Selskapet mener imidlertid at det ikke har vært mulig å forutse en slik konklusjon, særlig sett hen til at det verken nasjonalt eller internasjonalt er vanlig å utelate midler med høy likviditetsrisiko fra investeringsrådgivning", og at "Det fremstår ikke som rimelig at selskapet skal tape sin konsesjon hovedsakelig som følge av forhold som ikke tidligere er adressert".

Foretaket har som nevnt fremhevet Finanstilsynets omtale av Foretakets sjablonmessige tilnærming som "eneste reelle kritikk". Foretaket anførte at "Finanstilsynet synes å antyde at selskapet ikke kan fastsette normalpris ut fra aggregerte vurderinger. Dette er vi uenige i". Foretaket anførte også at "Finanstilsynets gjentatte kritikk, og antydning om, at det er i strid med vphl. og MiFID å etablere en "sjablonmessig" pris fremstår ikke som forankret i relevante rettskilder. Kritikken synes heller ikke å ta tilstrekkelig høyde for selskapets vurdering av om den individuelle kunde i forkant må antas å bli tilført en merverdi, og i etterkant kontrollerer om så har skjedd. Selskapet vil presisere at egnethetsvurderingen av tjeneste er mer sammensatt enn kun pris, men har valgt å fokusere på pris siden det er dette elementet i egnethetsvurderingen Finanstilsynet synes mest opptatt av".

Foretaket bemerket også at "Navigea vil videre uttrykke forundring over at et så sentralt og avgjørende ankepunkt for hvordan tjenesten "investeringsrådgivning" prises først presenteres nå, lenge etter at Finanstilsynet først ble gjort kjent med porteføljehonorarstrukturen. Strukturen strekker seg tilbake til AAM, og var etablert allerede ved det stedlige tilsynet i dette selskapet i 2011. AAM mottok kritikk fra Finanstilsynet vedrørende håndteringen av to parallelle honorarmodeller for investeringsrådgivning overfor selskapets kunder, og hvor Finanstilsynet anførte at en rekke rådgivningskunder ville være bedre tjent, økonomisk, med å beholde den opprinnelige honorarmodellen. Informasjon og rådgivning til den enkelte kunde om bytte av honorarmodell ble dermed ansett som svak. Vi kan imidlertid ikke se at Finanstilsynet underkjente adgangen til å beregne porteføljehonorar av kundens samlede portefølje på prinsipielt grunnlag. Heller ikke Finansdepartementet ga uttrykk for en slik vurdering, men kritiserte selskapets rådgivning ved kundens valg av prismodell".

Hva gjelder Foretakets interne rutiner, anførte Foretaket at "selskapets rutiner for egnethetsvurdering og informasjonsgivning har vært gode", og at "det må foretas en avveining av kravet til individualitet mot kravet til standardiserte prosesser. Investeringsrådgivning er en individuell tjeneste, som baserer seg på individuelle vurderinger. Det er dermed utfordrende med for stor grad av standardisering når det gjelder forventninger om hvordan selve egnethetsvurderingen skal beskrives, idet slik standardisering reduserer det individuelle fokuset".

#### 4.4. Finanstilsynets endelige merknader

Finanstilsynet har ikke sett dokumentasjon i Utvalget på at Foretaket har foretatt individuelle reelle vurderinger av kundens investerbare midler. Slik Finanstilsynet forstår det anfører Foretaket at slike vurderinger må gjøres på produktnivå og ikke på kundenivå, og at en individuell vurdering av hva som bør regnes som investerbare midler vil innebære en forskjellsbehandling som skaper interessekonflikter og ulike kommersielle vilkår. Foretaket har også antydning at en slik individuell vurdering kan være brudd på god forretningsikk. Foretaket har opplyst at det i sine vurderinger av investerbare midler så langt har utelatt ett konkret investeringsselskap. Finanstilsynet vil hevde at en individuell vurdering av investerbare midler, i et samspill med kunden, ikke bør være spesielt byrdefullt, og viser i denne forbindelse til Finanstilsynets egen øvelse i Varselet. Kundens investeringsmål vil dermed kunne føre til at ett eller flere finansielle instrumenter ikke regnes som investerbare midler, og dermed utelates fra honorargrunnlaget.



Finanstilsynets poeng her har ikke vært å drøfte hvilke plasseringer som faktisk kan la seg omsette. Det er heller ikke slik at det uten videre kan settes likhetstegn mellom kundens investerbare midler (i betydningen at de faktisk lar seg omsette) og hvilke midler det vil være i kundens interesse å betale rådgivningshonorar på. Foretaket har gjort et poeng av at fravær av formelle eller strategiske omsetningsbegrensninger "*i seg selv [tilsier] et behov for investeringsrådgivning*", og at det dermed ikke er riktig "*å trekke den slutning at instrumentene ikke representerer investerbar portefølje*". Foretaket fører her, etter Finanstilsynets vurdering, et resonnement løsrevet fra en individuell kost/nytte vurdering av RK-konseptet sammenholdt med muligheten for kunden til å ivareta sine interesser på OK. Foretaket har i denne forbindelse fremhevet at hold-anbefalinger er like relevant som kjøps- eller salgs-anbefalinger. Det faktum at Foretaket over flere år har hatt vedvarende hold-anbefalinger på aksjene i Aksjeselskapene, på grunn av at svært lav likviditet i Annenhåndsmarkedet, ser ikke ut til å ha vært en del av Foretakets vurderingsgrunnlag ved egnethetsvurdering av konsept. Dette må åpenbart tillegges vekt i en reell egnethetsvurdering. Et generelt budskap om at salg ikke anbefales, fordi det for tiden ikke finnes et velfungerende marked hvor selger kan oppnå et vederlag nær eller tilsvarende aksjenes "virkelige verdi", kan enkelt kommuniseres også til OK-kunder, uten at dette nødvendigvis må gis i form av et personlig råd. Kunder som allikevel ønsker å betale løpende RK-honorarer for å motta råd på illikvide investeringer skal selvsagt ha anledning til det. Det forutsetter imidlertid at Foretaket i forkant har gjennomført en individuell reell egnethetsvurdering i et samspill med kunden, og at kunden har blitt gitt fyllestgjørende og korrekt informasjon.

Flere av Foretakets øvrige anførsler demonstrerer også manglende forståelse av innholdet i Finanstilsynets kritikk. Finanstilsynet viser til at Foretaket hevder at (i) Finanstilsynet har lagt til grunn at Foretaket overhode ikke har foretatt noen form for kost/nytte vurderinger, (ii) Finanstilsynet har lagt til grunn at midler på RK Passiv ikke kan tjene som grunnlag for honorar og at kunder normalt ikke vil ha behov for rådgivning på slike midler, (iii) Finanstilsynet både har kritisert Foretakets sjablonmessige honorarmodell og antydnet at en slik honorarmodell er i strid med verdipapirhandelloven, og at (iv) Foretaket setter likhetstegn mellom en "*Vurdering av om honorarnivåene har vært riktig satt*" og "*en vurdering av om kundene flest har mottatt en tjeneste som gir en merverdi for kunde som står i forhold til beregnet honorar*".

Hva gjelder Foretakets anførsel (i) så har Finanstilsynet kritisert Foretaket for manglende individuelle reelle egnethetsvurderinger (herunder kost/nytte vurderinger) av RK-konseptet for de 3.700 tidligere AAM-kundene i 2012, for tilsvarende manglende revurderinger av egnethet i 2013, og for mangelfulle og lite balanserte opplysninger til kunder i denne forbindelse. Finanstilsynets kritikk dreier seg imidlertid ikke, slik Foretaket synes å antyde, om hvorvidt Foretaket har gjennomført noen form for "*kvantitative og kvalitative kost/nytte vurderinger*". Foretakets henvisning til "*aggregerte kost/nytte-modeller for hele populasjonen*" og "*en etterkontroll for den enkelte kunde*" ser ut til å dreie seg om henholdsvis en kost/nytte-vurdering utført av Foretaket i oktober 2013 (på 223 kunder), og en kost/nytte-vurdering utført av ekstern konsulent i november 2013 (på 40 kunder). Finanstilsynet ser at slike undersøkelser kan være et nyttig verktøy i Foretakets interne kontrollarbeid. Finanstilsynet har imidlertid ikke sett denne type vurderinger i Utvalget, hverken i de opprinnelige IDOK gjennom 2012 eller i oppfølgende IDOK gjennom 2013.

Hva gjelder Foretakets anførsel (ii) så bemerket Foretaket også at "*Finanstilsynet anfører at kundene gjennomgående vil være tilstrekkelig hjulpet av generell informasjon fra utsteder, i kombinasjon med [tjenester knyttet til ordrebehandling]. Finanstilsynet vektlegger ikke kundens identifiserte rådgivningsbehov, ei heller det totale tjenestespekteret som er løpende tilgjengelig for kunden ved vurdering av honorarsatsene*". Det er ikke korrekt at Finanstilsynet skal ha gitt uttrykk for at illikvide plasseringer ikke kan være gjenstand for honorarberegning, eller at kunder gjennomgående vil være tilstrekkelig hjulpet av generell informasjon og ordrebehandlingstjenester. Dette vil selvsagt være avhengig av kundens situasjon og behov. Finanstilsynet har imidlertid stilt spørsmål om det er i samtlige 3.700 RK-kunders interesse å betale løpende honorarer for å motta investeringsråd og personlig oppfølging, når de på OK kan få tilstrekkelig informasjon og bistand til å følge utviklingen i investeringene og til å selge aksjer i Annenhåndsmarkedet. Dette er vurderinger Foretaket må gjøre for den enkelte kunde, i et samspill med kunden, som da må ha blitt gitt fyllestgjørende og korrekt informasjon. Foretaket hevder at det nettopp har gjort slike individuelle vurderinger. Foretakets utgangspunkt har i disse vurderingene, etter det opplyste, vært å

inkludere samtlige av kundens plasseringer på RK Passiv konto i honorargrunnlaget, for deretter å gjøre individuelle korrigeringer. Finanstilsynet har imidlertid ikke sett noen slike vurderinger i Utvalget. Finanstilsynet har heller ikke sett noen tilfeller blant Foretakets RK-kunder hvor hele eller deler av plasseringene på RK Passiv konto, på individuelt grunnlag, er utelatt fra honorargrunnlaget (og dermed i praksis plassert på OK). Foretaket har tvert imot forutsatt at hele kundens portefølje fra AAM plasseres enten på RK eller på OK, uavhengig av kundens andel av illikvide plasseringer. Foretaket har forklart denne forutsetningen med at *"når Navigea yter investeringsrådgivning, gjøres dette på samlet portefølje, ikke på delportefølje"*.

Finanstilsynet nevner her at det fremgår av Foretakets opprinnelige instruks for egnethetsvurdering og anbefaling av betjeningskonsept ("Arbeidsprosess for utfylling av investeringsdokument...") at det skal utvises *"spesiell varsomhet"* og gjennomføres *"ekstra kontroll av Daglig leder"* dersom kundens andel på Passiv konto overstiger 80 % av samlet portefølje. En slik "sikkerhetsventil" i instruksverket ser imidlertid ikke ut til å ha hatt særlig praktisk betydning for Foretakets egnethetsvurdering og anbefaling av RK.

Når det gjelder Foretakets anførsel (iii) så er det heller ikke korrekt at Finanstilsynet skal ha antydnet at en normalpris eller sjablonmessig prismodell er i strid med verdipapirhandelloven. Finanstilsynet har imidlertid som nevnt påpekt at det, med Foretakets valgte sjablonmessige honorarmodell, vil være særlig viktig at Foretaket i sin egnethetsvurdering av RK-konseptet gjør en individuell og reell vurdering opp i mot kundens behov, herunder en kost/nytte vurdering. Foretaket utleder av Finanstilsynets kritikk at Finanstilsynet synes mest opptatt av pris. Det fremstår som noe uklart hva Foretaket her mener. Det er imidlertid Finanstilsynets vurdering at Foretaket ikke synes å ha vært tilstrekkelig opptatt av prisen den enkelte kunde betaler sett opp mot kundens reelle behov for og nytte av tjenesten.

Hva gjelder Foretakets anførsel (iv) så har Finanstilsynet påpekt at en generell vurdering av honorarnivå alene ikke kan avgjøre hvorvidt RK er egnet for den enkelte kunde. Finanstilsynet kan ikke se at Foretakets generelle reduksjon i honorarer reparerer det som fremstår som en grunnleggende svakhet i Foretakets honorarmodell (og dermed også en grunnleggende svakhet ved den virksomheten Foretaket etablerte våren 2012): At Foretaket sjablonmessig har definert de til sammen NOK 4,2 mrd i plasseringer i Aksjeselskapene som investerbare midler som det skal beregnes løpende rådgivningshonorar på - og dermed forutsatt overføring og avgiftsberegning av hele kundens internt forvaltede portefølje fra AAM til RK - samtidig som det etter det opplyste har lagt til grunn at Foretakets rådgivere skal gjennomføre individuelle og reelle vurderinger av kundens investerbare midler og RK-konseptets egnethet. Finanstilsynet er således ikke enig med Foretaket i dets anførsel om at det nå har *"truffet i vurderingen av forholdet kostnad for kunde/verdi for kunde"*. Foretaket har selv bemerket at *"Nivået på passiv er satt ut fra at kunden neppe vil ha behov for omfattende individuell rådgivning [på passiv konto]"*, men at *"rådgivningsbehov vil forekomme i de situasjoner som beskrevet"*. Som beskrevet nedenfor, finner ikke Finanstilsynet å kunne tillegge disse generelle beskrivelsene av mulige situasjoner hvor et rådgivningsbehov kan tenkes å oppstå særlig vekt.

I tillegg til det ovennevnte har Foretaket flere steder anført at Finanstilsynet fremfører uhjemlet kritikk av honorarenes størrelse. Det vises til følgende uttalelser fra Foretaket: *"Slik vi forstår Finanstilsynets overprøving av beregningsgrunnlaget, dreier dette seg i realiteten om en vurdering av om prisen står i rimelig forhold til tjenesten som leveres. Finanstilsynet synes ikke å ha vektlagt at selskapet reelt etterprøver om tjenesten har hatt verdi for kunde. Finanstilsynet synes ikke å hensynta samtlige relevante rettskilder ved vurderingen av i hvilken grad Finanstilsynet har adgang til å overprøve (prisregulere) et verdipapirforetaks prissetting"*, *"Honorarene er ikke urimelig høye [...] Finanstilsynet mangler hjemmel til å regulere selskapets honorarer"*, og *"Selskapet kan [...] ikke se at det foreligger et tilstrekkelig rettslig grunnlag for å trekke tilbake selskapets tillatelser basert på vurdering om honorarets størrelse, eller at de klare begrensninger departementet har nedfelt i det hele tatt har vært vurdert av Finanstilsynet"*. Finanstilsynet viser til det som er sagt over, hvor det bør være klart at Finanstilsynet ikke bygger sin kritikk på at Foretaket har belastet kundene med for høye rådgivningshonorarer.

Foretaket har søkt å understøtte sine vurderinger av RK-kundenes plasseringer på Passiv konto som honorarberettigede midler, med ulike eksempler på situasjoner hvor Foretaket mener at det kan være behov for rådgivning. Foretaket fremhevet i denne forbindelse særlig to forhold:

- (i) Forventet bedret likviditet i Annenhåndsmarkedet som følge av endret organisering primo 2012 - Finanstilsynet har vanskelig for å se at Foretakets omlegging av Annenhåndsmarkedet primo 2012 skal tillegges så stor vekt, i troen på at kundenes plasseringer i Aksjeselskapene av den grunn blir å regne som investerbare midler som det er i kundens interesse å betale løpende RK-honorarer på
- (ii) Investeringer i Aksjeselskaper hvor det må forventes endringer som vil medføre behov for å fatte investeringsbeslutninger - Agasti har gitt Finanstilsynet supplerende informasjon knyttet til to prosjekter i regi av hhv. Agasti Wunderlich og Obligo, som begge etter det opplyste har som formål å "sikre likviditet" for kundene. Finanstilsynet har ikke vurdert de to prosjektene nærmere, og har ingen formening om sannsynlighet eller tidsplan for prosjektrealisering, eller i hvilken grad prosjektene eventuelt vil påvirke kundenes situasjon. Agasti har opplyst at dette har vært på planleggingsstadiet over noe tid, og at Foretaket ikke er gjort kjent med det konkrete innholdet i disse planene. Finanstilsynet konstaterer at det, utover svært få enkeltstående kommentarer knyttet til ett konkret investeringsselskap, ikke har sett denne type vurderinger eller argumenter i dokumentasjonen i Utvalget, som kan understøtte at slike forventninger er "en sentral forutsetning for behovet for rådgivning på kundenes porteføljer av unoterte aksjer".

Foretaket har anført at Finanstilsynets opplysning om at det ikke har vurdert de to nevnte prosjektene nærmere, står i kontrast til Finansdepartementets vedtak av 11. oktober 2013 vedrørende AAM, "hvor forventet exit og løpende utbyttebetalinger fremheves som spesielt relevante [...] i en fremoverskuende vurdering". Foretaket opplyste at de to prosjektene er forventet realisert i løpet av første halvår 2014 og at "Det er Navigeas vurdering at selskapet bør hensynta slike forhold på vegne av kundene, slik at de reelle investerbare midlene også omfattes av rådgivningstjenesten".

Finanstilsynet er enig i at slike forhold bør hensyntas i en egnethetsvurdering av konsept. Finanstilsynet kan imidlertid som nevnt ikke se at Foretaket selv har hensyntatt disse to prosjektene i sine dokumenterte egnethetsvurderinger av konsept i 2012 og 2013, og Agasti har da heller ikke i denne perioden informert Foretaket om innholdet i disse planene. Som Finanstilsynet skrev i Varselet har Finanstilsynet dermed ikke gjennomgått de to prosjektene nærmere, siden de vurderes å ha liten relevans for Foretakets egnethetsvurderinger av konsept i den aktuelle perioden.

Finanstilsynet har som nevnt ikke sett dokumentasjon på at Foretaket har foretatt individuelle reelle vurderinger av kundens investerbare midler. Foretaket har i stedet forutsatt at hele kundens portefølje fra AAM plasseres enten på RK eller på OK. Med en slik sjablonmessig tilnærming vil det som nevnt være særlig viktig at Foretaket gjør en individuell og reell vurdering av RK-konseptets egnethet opp i mot kundens behov. Finanstilsynet har imidlertid ikke sett dokumentasjon i Utvalget på at Foretaket har foretatt slike vurderinger av RK-konseptet. Foretakets rådgivere har tvert i mot - ved utfylling av IDOK og anbefaling av RK - i samtlige tilfeller, ansett kundens portefølje på Passiv konto som investerbare midler som det vil være i kundens interesse å betale løpende rådgivningshonorarer på, og dermed lagt til grunn at kunden, etter Foretakets egne vurderingskriterier, må "ta stilling til investeringsbeslutninger" på samtlige av sine langsiktige plasseringer "innen en rimelig tidshorison", og at kunden selv ikke er i stand til å ivareta sine interesser gjennom generell informasjon på OK.

Foretakets rådgivere har - i sin begrunnelse for å anbefale RK til kundene i Utvalget - gjennomgående lagt betydelig vekt på at kunden ønsker rådgivning, eller har på generelt grunnlag konkludert med at kunden har behov for rådgivning. Finanstilsynet presiserer at kundens uttalte ønske ikke alene kan være avgjørende i en egnethetsvurdering av tjeneste, og spesielt ikke i Foretakets tilfelle hvor mange av kundene kan ha basert sitt ønske om rådgivning på et feilaktig bilde av hva slags bistand og informasjon man kan få dersom man skulle velge OK. Foretaket har sagt seg enig i at kundens ønske ikke er avgjørende, og at dokumentasjonen i Utvalget er for svak til å kunne vurdere om rådgiver har foretatt individuelle vurderinger. Samtidig har Foretaket anført at begrunnelsene i Utvalget "er mer nyansert enn hva Rapporten indikerer". Foretaket

viste i denne forbindelse til et bilag hvor dette er søkt dokumentert. Finanstilsynet kan ikke se at nevnte bilag bringer noen nye momenter til vurderingene. Begrunnelsene i IDOK i Utvalget er etter Finanstilsynets vurdering for generelle, og det er her ikke dokumentert at det er foretatt individuelle reelle egnethetsvurderinger (herunder kost/nytte vurderinger) av RK-konseptet. Det samme er, som beskrevet nedenfor, tilfelle for de IDOK som dokumenterer fornyet egnethetsvurdering av konsept gjennom 2013. Finanstilsynet hitsetter følgende utdrag fra ulike opprinnelige IDOK fra 2012, som eksempler på Foretakets generelle begrunnelser for å anbefale RK-konseptet:

- *"På bakgrunn av et ønske om personlig oppfølging, bistand til å kunne velge de beste mulighetene og produktene i markedet og investeringsråd fra en fast rådgiver anbefaler jeg deg å overføre alle dine investeringer til RK. Du og din investeringsportefølje anses som egnet for en RK på bakgrunn av at bistand fra en rådgiver øker sannsynligheten for at du når dine investeringsmål."* - Kunde med plasseringer hos Foretaket på MNOK 0,9 hvorav 84 % på Passiv konto
- *"Ift. din målsetning om å få rådgivning [...] vurderes du som egnet til rådgivningskonto. Dette fordi du ønsker oppfølging av en rådgiver som kan videreformidle denne informasjonen i samsvar med din målsetning og ønsket risiko."* - Kunde med plasseringer hos Foretaket på MNOK 1,4 hvorav 100 % på Passiv konto
- *"Jeg ser ditt behov for kontinuerlig oppfølging og informasjon rundt utvikling på dine investeringer, og et behov for å bli veiledet på bakgrunn av denne informasjonen [...] Ditt mål er forvaltning av overskuddslikviditet de neste 3 årene. Du ønsker derfor kontinuerlig rådgivning"* - Kunde med plasseringer hos Foretaket på MNOK 3,8 hvorav 100 % på Passiv konto
- *"Min anbefaling for dette kundeforholdet er rådgivningskonto. Bakgrunnen for dette er at kundens mål har privat-økonomisk forankring, og derfor vil kunne egne seg til rådgivningskonto. Fremover vil det være viktig å se på muligheter, og evt gjøre andre tilpasninger for at kunden kan få et tilstrekkelig bidrag til pensjon fra porteføljen hos oss. Vi bør derfor ha en dialog rundt kundens tidshorisont, annenhåndsmarked og utvikling i porteføljen."* - Kunde med plasseringer hos Foretaket på MNOK 2 hvorav 100 % på Passiv konto
- *"Basert på gjennomgang av de ulike betjeningskonsepter Ordrekonto vs. Rådgivningskonto, anbefaler rådgiver Rådgivningskonto for å oppnå de definerte investeringsmål samt få tilstrekkelig bistand på denne reisen. For din del vil derfor Rådgivningskonto være gunstig med tanke på oppfølging av dagens portefølje, veiledning knyttet til denne og de grep som vi kan gjøre underveis. Dette i form av møter/tlf/e-post, dybdeforståelse av investeringene som bl.a. forklaring tilknyttet dekomponering av kurser og rapportering, presentasjon av markedsmuligheter og tilhørende allokering av porteføljen."* - Kunde med plasseringer hos Foretaket på MNOK 1,2 hvorav 100 % på Passiv konto

Finanstilsynet beskrev i Varselet en utvidet undersøkelse av den skriftlige dokumentasjonen og lyd-opptakene knyttet til de 40 kundene i Utvalget, hvor kundens aktivitet gjennom 2012 og 2013 ble vurdert. Undersøkelsen omfattet hele kundens portefølje (og ikke bare den delen som er plassert hos Foretaket). Finanstilsynet konkluderte etter denne gjennomgangen med at RK-konseptet fremstod som uegnet for så mange som 26 (65 %) av de 40 kundene i Utvalget, ved første gangs vurdering (ex ante) i 2012. Finanstilsynet presiserte at en mer nøyaktig vurdering av dette vil kunne bero på hva kunden har opplyst av behov etter å ha blitt forelagt fyllestgjørende og korrekt informasjon. Finanstilsynet skrev videre at av de 14 kundene i Utvalget hvor RK-konseptet i Finanstilsynets øvelse i utgangspunktet kunne anses som egnet, har 12 stykker ikke - eller kun ved ett tilfelle - mottatt investeringsråd i løpet av 2012-2013. En revurdering av egnethet i 2013 basert på dette, trekker da sterkt i retning av at det er kun to av 40 kunder i Utvalget hvor RK-konseptet fortsatt kunne anses som egnet i 2013.

Finanstilsynet påpekte også at for 18 av de 40 kundene i Utvalget har Foretakets rådgiver, én eller flere ganger i løpet av 2013, gjort en fornyet egnethetsvurdering av RK-konseptet, og at rådgiver i disse tilfellene har hatt et bedre grunnlag for å vurdere fortsatt egnethet, i form av faktisk rådgivnings- og transaksjonsaktivitet siden inngåelse av RK-avtalen, enn ved første gangs vurdering i 2012. Finanstilsynet konkluderte

her med at Foretakets rådgivere, ved revurdering av RK-konseptets egnethet for kundene i Utvalget, ikke ser ut til i særlig grad å ha vurdert innholdet i Foretakets faktiske rådgivningsaktivitet overfor den aktuelle kunden, kundens evne til å ivareta sine egne interesser gjennom å motta generell informasjon på OK eller de reelle kostnadene for kunden. Rådgiver har heller ikke gjennomført sammenlikninger med alternative OK-kostnader. Foretakets rådgivere har for de 18 kundene, uten unntak, konkludert med fortsatt å anbefale RK-konseptet. Det er ikke i noen av disse tilfellene dokumentert noen form for reell kost/nytte vurdering. Rådgivers anbefaling om fortsatt RK er i all hovedsak basert på de samme generelle begrunnelser som ved første gangs vurdering i 2012.

Foretaket har gitt eksempler på nyere egnethetsvurderinger utført i 2013 (utover de Finanstilsynet mottok i forbindelse med den omtalte utvidede undersøkelsen av Utvalget). Foretaket bemerket i denne forbindelse at *"compliance finner nå at både KPR og IDOK gjennomgående holder en god kvalitet, og gjennomføres i tråd med selskapets rutiner"*. Finanstilsynet kan ikke se at rådgivers begrunnelser for anbefaling av RK i disse IDOK skiller seg nevneverdig fra de tidligere omtalte IDOK i Utvalget. Tvert i mot inneholder disse de samme generelle beskrivelser samtidig som de mangler individuelle reelle kost/nytte vurderinger. Begrunnelsene er relativt likelydende for disse kundene, og inneholder formuleringer som: *"Jeg anbefaler deg rådgivningskonto fordi jeg tror du er best tjent med investeringsrådgivning, ut fra hvordan du er som kunde, og hva du ønsker" [...] "Jeg tror denne rådgivningen vil gi en merverdi i forhold til det du hadde hatt på ordrekonto, og så kan du konsentrere deg fullt opp om din jobb, mens jeg kommer til deg når jeg har konkrete råd" [...] "Fordelen med rådgivningskonto vil for deg være at du får en mer aktiv og lokal rådgiver for dine investeringer hos oss enn det du ville hatt på ordrekonto"*. Finanstilsynet viser til at Foretaket har sagt seg enig i at dokumentasjonen i Utvalget er svak, og finner det da vanskelig å forstå at Foretaket samtidig hevder at de vedlagte nyere eksempler på utfylte IDOK *"holder en god kvalitet, og gjennomføres i tråd med selskapets rutiner"*.

Foretaket har anført at *"Finanstilsynet ikke trekker skillet mellom hva som er mulig å forvente fremover, og hva som kan registreres bakover"* og at *"Finanstilsynets kritikk av at selskapets vurderinger er for "generelle" antas å bero på en mulig sammenblanding av hvilke vurderinger som kan og skal foretas på de ulike tidspunkter"*. Finanstilsynet har selvsagt skilt mellom fremoverskuende og bakoverskuende vurderinger. Foretaket har da også sitert Finanstilsynet på at *"Dersom kunden ved senere egnethetsvurdering ikke har fått slik oppfølging, kan RK-konseptet i en kost/nytte vurdering vanskelig anses som egnert, uansett pris"*. Finanstilsynets kommentar om at *"Lite eller ingen oppfølging og rådgivning vil svekke en vurdering av konseptets egnethet"* er selvsagt beregnet på senere revurderinger av egnethet. Finanstilsynet påpekte i denne forbindelse i Varselet at *"Rådgiver har i disse tilfellene hatt et bedre grunnlag [enn ved opprinnelig vurdering (ex ante)] for å vurdere fortsatt egnethet, i form av faktisk rådgivnings- og transaksjonsaktivitet siden inngåelse av RK-avtalen"*.

Foretaket har avslutningsvis oppsummert grunnlaget for Finanstilsynets kritikk av AAM med at *"Informasjon og rådgivning til den enkelte kunde om bytte av honorarmodell ble [...] ansett som for svak"*. Det er korrekt at dette var hovedgrunnlaget for Finanstilsynets vedtak om tilbakekall av AAMs tillatelser. Som det fremgår av nærværende vedtak, er grunnlaget for Finanstilsynets kritikk av Foretaket i stor grad det samme. Det vil selvsagt være andre kriterier som må legges til grunn når man, som i Foretakets tilfelle, skal vurdere to betjeningskonsepter med ulikt tjenesteinnhold og ulik honorarstruktur, enn når man, som i AAMs tilfelle, skal vurdere to betjeningskonsepter med tilnærmet likt tjenesteinnhold men ulik honorarstruktur. I begge tilfellene må det like fullt gjennomføres individuelle og reelle egnethetsvurderinger av konsept, samtidig som kundene må gis balanserte og fyllestgjørende opplysninger om de ulike konseptene. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket ikke har lyktes med dette, slik tilfellet også var for AAM.

Foretaket har anført at *"selskapets rutiner for egnethetsvurdering og informasjonsgivning har vært gode"*, og bemerket i denne forbindelse at kravet til individualitet må veies opp mot kravet til standardiserte prosesser. Finanstilsynet vil presisere at kravet til individuell egnethetsvurdering selvsagt ikke er til hinder for at det kan gis konkret veiledning på hvilke momenter det, som et minimum, skal legges vekt på i en slik vurdering. Foretaket har da også utarbeidet en ny rutine for gjennomføring av egnethetsvurdering og

anbefaling av betjeningskonsept (datert 11. desember 2013), som i langt større grad gir konkret veiledning på hvordan egnethetsvurdering av tjenesten investeringsrådgivning, herunder vurdering av kost/nytte, skal gjennomføres.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretaket gjennomgående har anbefalt RK til kundene uten å foreta individuelle og reelle vurderinger av om betjeningskonseptet var egnet. Foretaket har ikke undersøkt kundens reelle behov for rådgivning, når vedkommende har en så stor andel av illikvide investeringer, eller kundens evne til å ivareta egne interesser basert på generell informasjon på OK. Dette kan ikke skje i isolasjon men må skje i et visst samspill med kunden. Kunden må i tilknytning til dette motta fyllestgjørende og korrekt informasjon om bl.a. alternative konsepter, som OK. Sentralt her vil være de antatte besparelser kunden vil kunne ha ved å velge et konsept fremfor et annet. Foretaket har ikke sørget for hensiktsmessige rutiner for dette. Foretaket har dermed ikke godtgjort at RK Passiv konto i så mange tilfeller vil være i kundens interesse, og at kunden er tjent med å betale løpende honorarer for å motta investeringsråd og personlig oppfølging på sine hovedsakelig langsiktige og illikvide investeringer. Dette gjelder både ved Foretakets innledende vurderinger i 2012 og ved Foretakets senere revurderinger i 2013. Foretaket har med dette ikke ivaretatt kundenes interesser, men tvert i mot satt egne interesser foran kundenes. Dette har skjedd i et så stort omfang og over en så lang periode at Foretaket har gjort seg skyldig i alvorlige og systematiske brudd på verdipapirhandelovens bestemmelser om god forretningsskikk, jf. vphl. § 10-11 (1) - (4).

## 5. Organisering, styring og kontroll: Styre og ledelse

### 5.1. Rettslig utgangspunkt

Det overordnede ansvaret for selskapets virksomhet tilligger styret allerede etter aksjelovene, jf. aksjeloven § 6-12. Det følger av vpf. § 9-12 at Foretakets styre og ledelse har ansvar for at Foretaket overholder sine forpliktelser etter verdipapirhandeloven og forskrifter. Dette er også presisert i internkontrollforskriften. Styrets og ledelsens ansvar innebærer en løpende vurdering fra deres side av hvorvidt Foretaket til enhver tid oppfyller sine forpliktelser. Foretakets ledelse skal vurdere og regelmessig gjennomgå de ordninger og prosedyrer som er iverksatt for å oppfylle foretakets forpliktelser, samt iverksette tiltak for å avhjelpe eventuelle mangler, jf. vpf. § 9-12 (1) annet punktum.

### 5.2. Finanstilsynets foreløpige vurderinger i Varselet

Det var Finanstilsynets foreløpige vurdering at Foretakets styre og ledelse ikke har håndtert overføringen av kunder fra AAM til Foretaket på en tilfredsstillende måte, og dermed ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med en kritisk del av Foretakets virksomhet. Finanstilsynet kommenterte i denne forbindelse at Foretakets styre og ledelse ikke synes å ha sørget for at det ble foretatt en realitetsvurdering av RK-kundenes behov for og kostnader knyttet til investeringsrådgivning på kundens Passiv konto, og at det ikke ble gitt tilfredsstillende informasjon slik at kunden kunne foreta et informert valg av betjeningskonsept.

### 5.3. Foretakets kommentarer

Foretaket har anført at det *"mener at rutiner, instruksjoner og kontroller klart dokumenterer at det eneste som aksepteres av rådgiveratferd er individuelle vurderinger"*, og at *"selskapet har, på samme måte som Finanstilsynet, konstatert at det har skjedd brudd på selskapets interne rutiner og instruksjoner i forbindelse med inngåelse av avtale om spesifikke investeringstjenester med tidligere kunder fra AAM. Selskapet mener at dette ikke skyldes svake rutiner hos Navigea, heller ikke svak ledelses- eller complianceoppfølging. Feilene synes å være en konsekvens av at selskapet overtok etablerte rådgivere med etablerte kunder, og det er tungt å bryte gamle mønstre"*.

Foretaket har videre anført at *"det ikke foreligger holdepunkter for å konkludere med at selskapets styre og ledelse ikke har hatt tilfredsstillende kontroll med en kritisk del av virksomheten"*. En stor del av Foretakets tilsvare består av Foretakets beskrivelse av diverse interne prosesser og tiltak siden våren 2012, for å sikre generell etterlevelse av verdipapirhandeloven, og spesielt at *"rådgivningstjenesten er en egnet tjeneste for de som mottar denne tjenesten"*. De ulike beskrevne prosessene og tiltakene kan grupperes i

hovedområdene: (i) Endringer i styre, ledelse, compliancefunksjonen og organisasjonen for øvrig, (ii) Endringer i lønns- og godtgjøringsordning, (iii) Endringer i interne instruksjoner og rutiner, (iv) Intensivering av intern kontroll, opplæring og oppfølging, (v) Ny egnethetsvurdering av samtlige kunder - og vurdering av kompensasjon til kunder hvor RK nå vurderes som uegnet, og (vi) Endringer i struktur og beregningsgrunnlag for rådgivningshonorar.

Foretaket skrev at *"Finanstilsynet antar at en rekke av de tiltak selskapet har iverksatt skyldes gjennomføring av stedlig tilsyn"*, og påpekte at *"Prosesen vedrørende egnethetstesting, prisvurdering, herunder kvantitative og kvalitative analyser av merverdi mv. representerte hovedtyngden i selskapets strategiarbeid. Dette arbeidet ble påbegynt våren 2013, og hadde ingen sammenheng med det stedlige tilsynet. Arbeidet var en integrert del av den omfattende restruktureringen selskapet gjennomgikk fra sommeren 2012"*. Foretaket fremhevet også at *"Selskapet har et betydelig antall kunder. Selskapet må, før innføring av nye prosesser, nøye vurdere hvorvidt de planlagte løsningene fører til nye eller endrede interessekonflikter [...]. At selskapet bruker noe tid på å fullføre hele endringsprosessen er dermed påregnelig, og kan etter selskapets oppfatning ikke danne grunnlag for kritikk"*, og at *"For så vidt gjelder ansatte fra [AAM] er Finanstilsynet kjent med at det ble foretatt en arbeidsrettslig virksomhetsoverdragelse, hvilket vanskeliggjorde for Navigea å "begynne på nytt" med kun nye ansatte"*.

#### 5.4. Finanstilsynets endelige merknader

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretakets styre og ledelse har etablert et RK-konsept (som i følge Foretakets strategidokument for 2013 er *"bærebjelken i selskapets forretningsmodell"*) med betydelige svakheter, og uten å ha sørget for tilfredsstillende rutiner knyttet til rådgivernes egnethetsvurdering og anbefaling av dette konseptet.

Foretaket har anført at det har gjennomført individuelle reelle vurderinger av RK-konseptets egnethet, og at det løpende er slått ned på interne brudd på denne forutsetningen. Foretaket har videre anført at det har vært forutsatt årlige revurderinger av konseptets egnethet. Finanstilsynet har i denne forbindelse mottatt dokumentasjon på to kontroller fra oktober 2013 (223 kunder) og fra november 2013 (40 kunder). Finanstilsynet har imidlertid ikke sett denne type individuelle vurderinger i Utvalget i de opprinnelige egnethetsvurderingene av konsept fra 2012 eller i revurderinger av egnethet fra 2013. Finanstilsynet har heller ikke sett slike vurderinger i Foretakets nyere eksempler på dokumentasjon fra 2013 som etter Foretakets vurdering *"holder en god kvalitet, og gjennomføres i tråd med selskapets rutiner"*. I disse eksemplene er rådgivers vurderinger og begrunnelse for å anbefale RK beskrevet i de samme generelle vendinger som tidligere, og heller ikke her er det spor av noen form for kost/nytte vurderinger.

Foretaket har bemerket at det har hatt behov for å bruke *"noe tid på å fullføre hele endringsprosessen"*. Finanstilsynet vil presisere at et foretak ikke kan operere under en unntakstilstand fra verdipapirhandellovens krav til god forretningskikk. Slik Finanstilsynet ser det, skulle Foretaket allerede ved inngåelse av RK-avtalene ha gjennomført individuelle reelle egnethetsvurderinger, med utgangspunkt i hensiktsmessige rutiner. Foretaket har opplyst at det i forbindelse med virksomhetsoverdragelsen fra AAM i mars 2012 *"[umiddelbart] identifiserte [...] et behov for å sikre at arbeidsprosessene var entydige, klare og kvalitetssikret og at det ble gjennomført gode kontroller"*. Nye rutiner for egnethetsvurdering og anbefaling av konsept har imidlertid ikke kommet på plass før 18 måneder etter etablering av ny virksomhet.

Finanstilsynet har ikke gitt uttrykk for en antagelse om *"at en rekke av de tiltak selskapet har iverksatt skyldes gjennomføring av stedlig tilsyn"*. Finanstilsynet skrev i Varselet at det tar til etterretning at Foretaket har brukt mye tid og ressurser på interne prosesser, kontroller, opplæring og oppfølging, men at dette arbeidet likevel ikke har vært tilstrekkelig til å sørge for at kundenes interesser er blitt ivaretatt. Finanstilsynet bemerket videre at Foretaket har endret sine rutiner for egnethetsvurdering og anbefaling av kundebetjeningskonsept, men påpekte at dette kommer 18 måneder etter etablering av ny virksomhet. Finanstilsynet viste til at Foretaket samtidig har anført at den forrige versjonen av disse rutinene har vært god, og at Foretaket ikke tidligere har mottatt kommentarer fra Finanstilsynet på denne. Finanstilsynet

konkluderte med at det dermed er nærliggende å anta at de nye rutinene er utarbeidet som en direkte følge av det stedlige tilsynet.

Foretakets utgangspunkt for kontroll- og opplæringsarbeidet har vært en honorarmodell som etter Finanstilsynets vurdering er beheftet med betydelige svakheter: Foretaket har etablert en sjablonmessig honorarmodell hvor det har vært nærliggende for Foretakets rådgivere å definere samtlige kundeplasseringer i Aksjeselskapene som en del av kundens honorarbelagte investerbare midler, og hvor det for midlene på RK Passive konto lå til grunn at *"kunden neppe vil ha behov for omfattende individuell rådgivning"*. Foretaket har samtidig opplyst at det overtatte rådgiverkorpset fra AAM har gjennomført individuelle vurderinger av kundens investerbare midler. Resultatet av Foretakets egnethetsvurderinger og anbefalinger av betjeningskonsept er at av Foretakets 3.700 RK-kunder per 31. desember 2012, med samlede RK-plasseringer på NOK 5,7 mrd, hadde 45 % hele sin RK-portefølje på Passiv konto, mens 65 % hadde 80 % eller mer av porteføljen på Passiv konto. Det er Finanstilsynets vurdering at Foretaket ikke har godtgjort at RK i så mange tilfeller vil være i kundens interesse. Per oktober 2013 var andelen RK-kunder med hele eller store deler av sine avgiftsbelagte plasseringer i illikvide langsiktige produkter kommet noe ned, men Foretakets interne prosesser og tiltak siden virksomhetsoverdragelsen fra AAM våren 2012 har ikke endret dette vesentlig. Av Foretakets 4.000 RK-kunder per 31. oktober 2013, med samlede RK-plasseringer på NOK 7,5 mrd, hadde 39 % hele sin RK-portefølje på Passiv konto, mens 60 % hadde 80 % eller mer av porteføljen på Passiv konto. Finanstilsynet er således ikke enig med Foretaket i at det har *"dokumentert god effekt av den styring og kontroll selskapet implementerer"*.

Det er Finanstilsynets konklusjon at Foretakets overføring av kunder fra AAM til Foretakets RK ikke har vært håndtert i tråd med god forretningsskikk. Foretakets styre og ledelse har ikke hatt tilfredsstillende kontroll med en kritisk del av Foretakets virksomhet, jf. vpf. § 9-12. Finanstilsynet finner at de alvorlige bruddene på god forretningsskikk utgjør en grunnleggende svikt i Foretakets forståelse og løpende prosess for å sikre at virksomheten til enhver tid drives i henhold til verdipapirhandelloven.

## 6. Oppsummering - Tilbakekall av tillatelser til å yte investeringstjenester

### 6.1. Innledning

Etter vphl. § 9-4 kan Finanstilsynet helt eller delvis endre, herunder sette nye vilkår, eller tilbakekalle tillatelse til å yte investeringstjenester dersom verdipapirforetaket foretar alvorlige eller systematiske overtredelser av bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, eller gjør seg skyldig i mislige forhold som gir grunn til å frykte at en fortsettelse av virksomheten kan skade allmenne interesser.

Finanstilsynet finner at de forhold som er omtalt over representerer så alvorlige og systematiske brudd på bestemmelser gitt i medhold av verdipapirhandelloven og dens forskrifter at vilkårene for å tilbakekalle Foretakets tillatelse til yte investeringstjenester er til stede, jf. vphl. § 9-4 (1) nr. 4 og 5. Finanstilsynet har i denne vurderingen lagt særlig vekt på (i) at bruddene på god forretningsskikk representerer en alvorlig svekkelse av den tillit forbrukerne skal kunne ha til tilbydere av finansielle tjenester, og (ii) at det i nærværende tilsyn, for tredje gang over en relativt kort periode, er avdekket brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk i et verdipapirforetak innen Agasti-konsernet.

Finanstilsynet vil nedenfor gi sin begrunnelse for hvorfor tilbakekall av Foretakets tillatelser til å yte investeringstjenester er en adekvat og forholdsmessig reaksjon.

### 6.2. Vektlegging

#### Brudd på god forretningsskikk

Finanstilsynet har i punkt 4.4 konkludert med at Foretaket gjennomgående har anbefalt RK-konseptet til kundene uten å foreta individuelle og reelle vurderinger av om betjeningskonseptet var egnet. Kundene har i denne forbindelse ikke mottatt fyllestgjørende og korrekt informasjon om bl.a. alternative konsepter, som OK. Foretaket har dermed ikke godtgjort at RK Passiv konto i så mange tilfeller vil være i kundens interesse, og at kunden er tjent med å betale løpende honorarer for å motta investeringsråd og personlig oppfølging



på sine hovedsakelig langsiktige og illikvide investeringer. Foretaket har med dette ikke ivaretatt kundenes interesser, men tvert i mot satt egne interesser foran kundenes. Finanstilsynet finner at de alvorlige bruddene på god forretningsskikk utgjør en grunnleggende svikt i Foretakets forståelse og løpende prosess for å sikre at virksomheten til enhver tid drives i henhold til verdipapirhandelloven.

#### **Forholdet til Acta kapitalforvaltning ASA og Acta Asset Management AS**

Finanstilsynet rettet i mai 2009 skarp kritikk mot Acta Kapitalforvaltning ASA (AKF), hovedsakelig for brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk. Finanstilsynet ga i pressemelding av 12. mai 2009 uttrykk for at det hadde vurdert om AKF måtte fratras sine konsesjoner, men fant at det var gjennomført så betydelige forbedringer i interne rutiner og arbeidsmetoder at fortsatt virksomhet var forsvarlig. I etterkant av dette ble virksomheten i AKF gradvis nedskalert og overført til AAM, og mange av AKFs medarbeidere ble ansatt i AAM. Virksomheten i AKF ble senere avviklet og tillatelsene til å yte investeringstjenester tilbakelevert.

Finanstilsynet fattet i april 2012 vedtak om tilbakekall av AAMs tillatelser. Også her var hovedgrunnet brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk - nærmere bestemt AAMs kunde- rådgiveres gjennomgående anbefalinger av Porteføljekonto, uten å ha foretatt reelle vurderinger av hvilket konsept som var i kundens interesse. Finanstilsynet fant i denne sammenheng at AAMs anbefalinger av Porteføljekonto var styrt ut fra foretakets interesser og ikke kundens. Vedtaket ble påklaget til Finansdepartementet, som i vedtak i oktober 2013 stadfestet Finanstilsynets vedtak. I etterkant av Finanstilsynets varsel til AAM om tilbakekall, iverksatte Agasti en omorganisering av konsernet, som blant annet innebar en overdragelse av AAMs virksomhet til Foretaket i mars 2012. Samtlige ansatte i AAM, med unntak av compliancefunksjonen og ledelsen, ble overført til Foretaket.

Det faktum at Finanstilsynet i nærværende tilsyn har avdekket alvorlige brudd på verdipapirhandellovens bestemmelser om god forretningsskikk, for tredje gang i det samme konsernet over en relativt kort periode, må slik Finanstilsynet ser det vurderes som skjerpene. Finansdepartementet har i "Vedtak i klagesak vedrørende tilbakekall av tillatelse til å yte investeringstjenester - Acta Asset Management AS" av 11. oktober 2013 uttalt følgende:

*"Departementet mener det i den skjønnsmessige vurderingen av om tilbakekall skal skje, kan være relevant å vektlegge tidligere tilsynsrapporter i et konsernselskap" [...] "Departementet forstår det slik at hovedvekten av de nyansatte i [AAM] var personer som nylig hadde sluttet i Acta Kapitalforvaltning ASA. Departementet legger videre til grunn at mange av klagers kunder tidligere og/eller parallelt, hadde vært kunder hos Acta Kapitalforvaltning ASA, herunder fordi de aller fleste av de illikvide instrumentene som ble flyttet fra handelskonto til porteføljekonto, var solgt av Acta Kapitalforvaltning ASA" [...] "Dersom ovennevnte gjentagende overtredelser i de to søsterselskapene, der kundenes interesser ikke blir ivaretatt i tilstrekkelig grad, er resultat av at det eksempelvis er en bedriftskultur med manglende evne eller vilje til regeletterlevelse og ivaretagelse av kundenes interesser [...] vil overtredelsene til søsterselskapet Acta Kapitalforvaltning ASA kunne påvirke risikoen for at foretaket også i fremtiden overtrer regelverket, og derved være et relevant moment i vurderingen av om tilbakekall skal skje. Departementet bemerker videre at som følge av at Acta Kapitalforvaltning ASA og foretaket er kontrollert av samme selskap, og mange av kundene har [...] blitt overført fra det ene selskapet til det andre, og har forutsetningsvis til dels også møtt de samme personene i begge selskapene, vil en helt adskilt vurdering av slike selskaper, slik departementet ser det, også kunne svekke tilliten til verdipapirforetakene som sådan. Departementet mener på denne bakgrunn det er relevant å vektlegge overtredelsene i Acta Kapitalforvaltning ASA i vurderingen av om tilbakekall av foretakets tillatelser skal skje".*

Ovennevnte er etter Finanstilsynets vurdering direkte henførbart til Finanstilsynets vurderinger av reaksjon i nærværende tilsyn.

### 6.3. Forholdsmessig reaksjon

#### Innledning

Finanstilsynet skal se til at de institusjoner det har tilsyn med virker på hensiktsmessig og betryggende måte i samsvar med lov og bestemmelser gitt i medhold av lov. Finanstilsynets hovedmål er å bidra til finansiell stabilitet og velfungerende markeder. God markedsadferd og forbrukerbeskyttelse gjennom god informasjon og rådgivning er viktige delmål. Markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan er av vesentlig betydning for et velfungerende marked.

Verdipapirhandelovens formål er å legge til rette for sikker, ordnet og effektiv handel i finansielle instrumenter både for profesjonelle kunder og forbrukere. Lovens krav til ivaretagelse av kundenes interesser bygger i stor grad på forbrukerhensyn, noe Finanstilsynet har lagt stor vekt på i sin forvaltningspraksis.

For å avgjøre om grunnlaget for tilbakekall etter vphl. § 9-4 (1) nr. 4 og 5 er til stede, har Finanstilsynet vurdert om tilbakekall er en egnet og nødvendig reaksjon for å ivareta nevnte hensyn, herunder hvorvidt et mindre inngripende tiltak er en tilstrekkelig reaksjonsform.

I denne vurderingen har Finanstilsynet blant annet lagt vekt på i hvilken utstrekning overtredelsene gir grunn til å tro at Foretaket også i fremtiden vil overtre bestemmelser gitt i eller i medhold av lov, og videre at hensynet til markedsaktørens tillit til verdipapirforetakene som sådan blir ivaretatt. Overtredelsenes karakter, subjektive forhold, samt eventuelle forbedringstiltak er elementer i denne vurderingen.

#### Konkret vurdering

Finanstilsynet har konkludert med at Foretaket har opptrådt i strid med god forretningsskikk. De omtalte forhold er alle ansvarsområder som tilligger ledelsen i Foretaket.

Det er Finanstilsynets vurdering at ledelsen hadde særlig grunn til å sørge for hensiktsmessige rutiner og gode kontrollrutiner før lansering av RK-konseptet. Finanstilsynet viser her til det som er beskrevet nedenfor knyttet til Foretakets egen kunnskap om de utfordringer som fulgte med (i) AAM-kundenes hovedsakelig langsiktige og illikvide porteføljer, og (ii) AAMs rådgiverkorps etablerte arbeidsmetoder. Finanstilsynet viser også til det som er sagt under pkt. 4.4 og 6.3 knyttet til innholdet i Finanstilsynets kritikk av AAM.

Foretaket har opplyst at det i forbindelse med virksomhetsoverdragelsen fra AAM i mars 2012 *"[umiddelbart] identifiserte [...] et behov for å sikre at arbeidsprosessene var entydige, klare og kvalitets-sikret og at det ble gjennomført gode kontroller"*. Foretaket har videre opplyst at det har hatt behov for å bruke *"noe tid på å fullføre hele endringsprosessen"* og at dette ikke kan *"danne grunnlag for kritikk"*. Foretaket har laget nye rutiner for egnethetsvurdering og anbefaling av kundebetjeningskonsept. Disse har imidlertid ikke vært gjeldende før i desember 2013 - 18 måneder etter etablering av ny virksomhet. Foretaket har anført at den forrige versjonen av disse rutinene - som Finanstilsynet har vurdert til å være lite hensiktsmessige - har vært gode, og at Foretaket ikke tidligere har mottatt kommentarer fra Finanstilsynet på disse. Det er dermed nærliggende å anta at de nye rutinene er utarbeidet som en direkte følge av det stedlige tilsynet.

Foretaket lanserte RK-konseptet primo mai 2012. Finanstilsynets klare utgangspunkt er at det ikke eksisterer noen karenperiode ved lansering av produkter/tjenester/konsepter der et foretak kan drive i strid med regelverket. Foretaket har anført at overtakelsen av AAMs rådgiverkorps gjorde det vanskelig *"å begynne på nytt" med kun nye ansatte"*, og at avdekkede brudd på Foretakets rutiner *"synes å være en konsekvens av at selskapet overtok etablerte rådgivere med etablerte kunder, og det er tungt å bryte gamle mønstre"*. Foretaket har med dette pekt på virksomhetsoverdragelsen fra AAM som et sentralt premiss for den virksomheten Foretaket etablerte våren 2012. Finanstilsynet mener at Foretaket, som en del av Agastikonsernet og med overtakelsen av AAMs virksomhet, har hatt en særlig foranledning til å sikre at Foretakets nye kunder - som hovedsakelig var kunder med et langvarig kundeforhold til konsernet over mange år, og med en overvekt av langsiktige og illikvide plasseringer tilrettelagt og forvaltet av konsernet -

ble behandlet i samsvar med god forretningsskikk. Foretaket måtte da være spesielt oppmerksom på at det i hovedsak var de samme rådgiverne - med langvarige forhold til de aktuelle kundene, som ble satt til å gjøre egnethetsvurderinger og gi råd på Foretakets betjeningskonsept - og sørge for dertil egnet instruksverk og kontroll.

Det er Finanstilsynets vurdering at Foretakets styre og ledelse har etablert et kundebetjeningskonsept som synes å passe svært dårlig for de fleste av de tidligere AAM-kundene som ble overført til RK. Finanstilsynet ser svært alvorlig på at Foretaket - gjennom beskrivelsen av hvilke plasseringer som skal inn på RK Passiv konto - har lagt så sterke føringer på rådgivernes egnethetsvurderinger og anbefalinger av RK-konseptet, at svært mange av kundene som er overført til RK ser ut til å være plassert på et konsept de ikke er tjent med. Foretaket hadde ikke utarbeidet adekvate rutiner for dette. Foretakets interne kontroller har heller ikke evnet å fange opp dette. Når Foretaket i tillegg har gitt kundene mangelfulle og lite balanserte opplysninger om de to betjeningskonseptene, har ikke kundene på selvstendig grunnlag kunnet foreta et informert valg av konsept. Til tross for dette har Foretaket i et stort omfang begrunnet sin anbefaling av RK med nettopp kundens eget ønske om rådgivning på sin hovedsakelig illikvide og langsiktige portefølje.

Foretaket synes ikke, i sitt kontrollarbeid, å ha ansett de mange tilfeller hvor rådgiver på generelt grunnlag har vurdert RK-konseptet som egnet for kunder med hele eller store deler av sin portefølje i illikvide og langsiktige plasseringer i Aksjeselskapene, som brudd på etterlevelse av hverken interne eller eksterne regler. Foretakets interne kontroller, opplæring og oppfølging av etterlevelse har følgelig ikke kunnet avhjelpe det Finanstilsynet vurderer som en grunnleggende svakhet ved den virksomheten Foretaket etablerte våren 2012.

Foretaket har redegjort for diverse interne prosesser og tiltak siden våren 2012 for å sikre etterlevelse av verdipapirhandelloven generelt og RK-konseptets egnethet spesielt. Foretaket har i denne forbindelse opplyst at det gjøres en full gjennomgang av samtlige kunder for å revurdere RK-konseptets egnethet. Finanstilsynet tar til etterretning at Foretaket har brukt mye tid og ressurser på interne prosesser, kontroller, opplæring og oppfølging. Dette arbeidet har likevel ikke, etter Finanstilsynets vurdering, vært tilstrekkelig til å forhindre at kundenes interesser over en lang periode ikke er blitt ivaretatt.

Foretakets overtredelser er etter Finanstilsynets vurdering alvorlige og systematiske. Finanstilsynet vurderer det som skjerpene at det i nærværende tilsyn er avdekket alvorlige brudd på bestemmelsene om god forretningsskikk for tredje gang i det samme konsernet. Det er Finanstilsynets vurdering at overtredelsene har vært egnet til å svekke kunders og andre markedsaktørers tillit til verdipapirforetak som sådan. Kunder, og særlig forbrukere, som mottar tjenester fra et verdipapirforetak har en berettiget forventning om at kundens interesser blir ivaretatt på beste måte. Disse forventningene har Foretaket etter Finanstilsynets vurdering ikke innfridd.

Finanstilsynet har vurdert om andre reaksjoner enn tilbakekall av Foretakets tillatelser kan være en tilstrekkelig reaksjon, men har kommet til at alternative reaksjonsformer ikke vil være tilstrekkelig for å ivareta tilliten til markedet og verdipapirforetakene, samt for å ivareta forbrukerhensyn.

Finanstilsynet er innforstått med at det som følge av Foretakets rolle som depotmottaker, er et stort antall kunder som vil bli berørt av et tilbakekall av Foretakets tillatelser. Grunnet det store antall kunder, kan det også ta noe tid for kunden å rent faktisk få gjennomført bytte av depotmottaker. For enkelte produkter Foretaket har depotansvaret for, kan det muligens også være mer byrdefullt å finne alternative depotmottakere. Finanstilsynet finner at hensynet til kundene kan ivaretas på en tilfredsstillende måte ved at Foretaket gis en avviklingsperiode, jf. punkt 6.4.

#### **6.4. Vedtak**

I medhold av vphl. § 9-4 (1) nr. 4 og 5 kaller Finanstilsynet herved tilbake Navigea Securities AS' tillatelser til å yte investeringstjenester 1, 2, 3, og 5 som nevnt i verdipapirhandelloven (vphl.) § 2-1 (1), samt de tilknyttede tjenestene 1 og 5 som nevnt i vphl. § 2-1 (2).

Følgende vilkår gjelder:

1. Foretaket kan likevel yte investeringstjeneste nr. 1 og 2 frem til 31. desember 2014 (avviklingsperioden), så langt det er nødvendig for en forsvarlig avvikling av kundeforhold
2. Foretaket kan i avviklingsperioden ikke etablere nye kundeforhold
3. Foretaket kan i avviklingsperioden heller ikke yte tjenester til eksisterende kunder utover hva som er nødvendig for å avvikle kundeforholdet
4. Foretaket kan i avviklingsperioden ikke belaste RK-kunder med noen form for transaksjonsomkostninger, bortsett fra eventuelle avtalefestede omkostninger til tredjepart

Dette vedtaket kan påklages innen tre uker etter at vedtaket er mottatt. Klage sendes Finanstilsynet. Klageinstans er Finansdepartementet. Forvaltningslovens §§ 18 og 19, om partenes adgang til å gjøre seg kjent med sakens dokumenter, gjelder. Det kan søkes om utsatt iverksetting av vedtaket, jf. forvaltningsloven § 42.

For Finanstilsynet

Anne Merethe Bellamy  
direktør

Geir Holen  
seksjonssjef